

Министерство науки и высшего образования Российской Федерации  
ФГБОУ ВО «Уральский государственный экономический университет»

На правах рукописи



**Кудин Лариса Шарифьяновна**

**МЕТОДИЧЕСКИЙ ПОДХОД  
К ОЦЕНКЕ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ  
ГЕНЕРАЛЬНОГО ДИРЕКТОРА  
В СИСТЕМЕ УПРАВЛЕНИЯ И КОНТРОЛЯ  
ОРГАНИЗАЦИИ КОРПОРАТИВНОГО ТИПА**

Диссертация на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Специальность 08.00.05 –  
Экономика и управление народным хозяйством (менеджмент)

Научный руководитель:  
доктор экономических наук, доцент  
**С. В. Орехова**

Екатеринбург – 2021

## Содержание

Введение .....	3
1 Теоретические аспекты исследования роли генерального директора в корпоративном управлении.....	12
1.1 Содержание и этапы развития корпоративного управления.....	12
1.2 Эволюция теоретических подходов к объяснению роли генерального директора в деятельности организации корпоративного типа .....	28
1.3 Дуализм позиции генерального директора в системе корпоративного управления и контроля .....	38
Выводы по главе 1 .....	58
2 Исследование смены генеральных директоров в организациях корпоративного типа.....	59
2.1 Детерминанты смены генеральных директоров в организациях корпоративного типа.....	59
2.2 Методический и эмпирический инструментарий оценки вероятности смены генерального директора в организации корпоративного типа .....	74
2.3 Факторный анализ вероятности смены генеральных директоров в российских организациях корпоративного типа .....	83
Выводы по главе 2.....	91
3 Разработка регламента внутреннего контроля на основе оценки результативности деятельности генерального директора.....	93
3.1 Модель влияния результативности деятельности генерального директора на вероятность его смены в организациях корпоративного типа.....	93
3.2 Оценка влияния смены генерального директора на результаты деятельности организации корпоративного типа .....	132
3.3 Разработка и апробация регламента внутреннего контроля в организации корпоративного типа на основе оценки результативности деятельности генерального директора.....	139
Выводы по главе 3 .....	160
Заключение.....	162
Список литературы.....	174
Публикации автора по теме исследования .....	194

## Введение

**Актуальность темы исследования.** Корпоративное управление играет ключевую роль в деятельности организации и строится на принципах учета интересов всех стейкхолдеров, охвата прав и обязанностей акционеров, топ-менеджеров и совета директоров. Соблюдение этих принципов повышает результативность управления в организации и увеличивает капитализацию бизнеса.

Становление российской модели корпоративного управления характеризовалось переделом и ростом уровня концентрации собственности, затем увязывалось с выходом организации на международные финансовые рынки и построением системы корпоративного контроля, соответствующей мировым стандартам. Текущие экономические вызовы предполагают пересмотр ориентиров корпоративного управления от внешнего к внутреннему вектору развития. Актуальным исследовательским вопросом становится поиск новых механизмов повышения результативности управления в организациях корпоративного типа.

Одной из значимых фигур в корпоративном управлении, обеспечивающих эффективное выполнение операционных бизнес-процессов, выступает исполнительный орган в лице генерального директора. Он является субъектом управления относительно подразделений и сотрудников организации и объектом управления и контроля с позиции собственников и совета директоров. Вопрос результативности управления во многом связан с личностью директора. Наличие длительного опыта, навыков и знание специфики бизнеса, с одной стороны, предполагают, что руководитель серьезно интегрирован в процессы организации. С другой стороны, длительное нахождение на руководящем посту может снижать его адаптационные и мотивационные характеристики.

Таким образом, актуальность диссертационного исследования обусловлена необходимостью теоретического осмысления и методического обеспечения оценки зависимости между сменой генерального директора и результативностью

управления в организации корпоративного типа, а также изучения влияющих на нее факторов.

**Степень научной разработанности исследуемой проблемы.** Вопросы корпоративного управления и контроля изучены в работах А. Б. Анкудинова, Б. С. Батаевой, И. В. Беликова, А. Г. Дементьевой, Т. Г. Долгопятовой, В. Ж. Дубровского, Л. Н. Левановой, Е. М. Роговой, Н. М. Розановой, Л. С. Ружанской, И. Н. Ткаченко, A. Berle, R. N. Coase, L. Donaldson, R. E. Freeman, M. C. Jensen, G. Means, A. Shleifer, R. W. Vishny и др.

Проблему результативности управления исследуют Т. Г. Долгопятова, С. В. Орехова, E. F. Fama, M. C. Jensen, S. N. Kaplan, E. Penrose, F. Taylor и др. Роль генерального директора в достижении результатов деятельности организации рассматривается в работах И. В. Беликова, В. К. Вербицкого, А. Д. Радыгина, С. А. Солнцева, И. Н. Ткаченко, D. C. Hambrick, P. A. Mason, E. Penrose, R. Tricker.

Вопрос влияния смены генерального директора на корпоративное управление и его результативность освещен в трудах М. М. Гольцман, Н. В. Деминой, Р. И. Капелюшникова, А. А. Муравьева, А. Р. Пентюк, А. А. Рачинского, С. Ю. Рощина, С. А. Солнцева, N. Abe, I. Iwasaki, D. Jenter, S. N. Kaplan, S. Mobbs и др.

Начиная с 1980-х годов был проведен ряд исследований по оценке чувствительности результатов деятельности организации к характеристикам генерального директора. Авторами работ по изучению данной проблемы являются J. C. Coates, D. J. Denis, D. K. Denis, M. R. Huson, D. Jenter, S. N. Kaplan, R. Kraakman, K. A. Lewellen, R. W. Masulis, B. A. Minton, R. Parrino и др. В других работах оценивается влияние уровня корпоративного контроля на вероятность смены генерального директора (И. В. Березинец, Т. А. Гаранина, Ю. Б. Ильина, D. J. Denis, D. K. Denis, E. M. Fich, L. Guo, B. E. Hermalin, S. R. Kole, R. W. Masulis, A. Sarin, A. Shivdasani, M. S. Weisbach и др.).

Специфика российского корпоративного управления заключается в высокой степени информационной закрытости организаций, что обуславливает фрагментарность доступных для анализа данных. Наиболее значимыми работами в области измерения зависимости между сменой генерального директора и результатами

деятельности бизнеса на материалах российских организаций являются исследования М. М. Гольцман, Н. В. Деминой, Р. И. Капелюшникова, А. А. Муравьева, А. Р. Пентюк, А. А. Рачинского, С. Ю. Рощина, С. А. Солнцева, N. Abe, I. Iwasaki.

В целом в России отсутствуют работы, построенные на большом массиве объективных данных. Однако модель российского корпоративного управления и контроля имеет специфические черты, отличающие ее от других моделей. Поэтому изучение результативности управления и его взаимосвязи со сменой генерального директора на полномасштабной базе данных российских организаций является актуальной научно-практической задачей.

**Объектом диссертационного исследования** являются процессы корпоративного контроля, объясняющие результативность деятельности генерального директора в организации.

**Полигоном исследования** выступают организации корпоративного типа Российской Федерации.

**Предмет диссертации** – управленческие отношения, возникающие в процессе взаимодействия участников корпоративного управления и контроля в организации.

**Целью диссертационного исследования** является развитие теоретических подходов и методического инструментария оценки результативности управления на основе установления зависимости между вероятностью смены генерального директора и показателями деятельности организации корпоративного типа.

Для достижения поставленной цели определены следующие **задачи**:

1) развить научные представления о содержании корпоративного управления и контроля в организации; определить эволюцию и специфику российской модели корпоративного управления и контроля; уточнить теории и подходы, изучающие роль генерального директора в корпоративном управлении, на основании которых сформировать исследовательскую программу диссертационной работы;

2) уточнить иерархию детерминант смены генерального директора в организации корпоративного типа; предложить и апробировать оригинальный эмпи-

рико-методический инструментарий, позволяющий провести анализ факторов смены генерального директора;

3) сконструировать комплексную модель, определяющую зависимость между результативностью управления и вероятностью смены генерального директора; оценить влияние смены генерального директора на результаты деятельности организации корпоративного типа;

4) разработать и апробировать регламент внутреннего контроля в организации корпоративного типа на основе оценки результативности деятельности генерального директора.

**Область исследования.** Содержание диссертации соответствует п. 10.12 «Оценка управления организациями как социальными и экономическими системами. Критерии оценки эффективности управления. Методы и показатели оценки результативности управления»; п. 10.17 «Корпоративное управление. Формы и методы корпоративного контроля. Управление стоимостью фирмы. Роль и влияние стейкхолдеров на организацию. Миссия организации. Корпоративная социальная ответственность. Социальная и экологическая ответственность бизнеса» Паспорта специальности ВАК РФ 08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством (менеджмент).

**Теоретической и методологической основой диссертационного исследования** являются теории стратегического управления, экономики фирмы и неинституциональная экономическая теория, принципы и постулаты теории корпоративного управления. Роль генерального директора в деятельности организации рассмотрена через призму стейкхолдерского подхода, агентской теории, теории высших эшелонов, роста фирмы, мотивации и ряда других. В основе изучения дуальной позиции генерального директора в корпоративном управлении организации лежит подход, основанный на принципах классического менеджмента (объект-субъектный анализ), стейкхолдерской теории, а также теории «агент – принципал». Для формирования методического подхода к оценке результативности деятельности генерального директора использована теория динамических способностей.

**Информационно-эмпирическую базу исследования** составили материалы статистической отчетности и данные об экономической деятельности по 54 341 акционерному обществу Российской Федерации, полученные путем собственных исследований автора, сбора и анализа данных; публикации ведущих ученых в научных изданиях; нормативно-правовые акты и законодательство Российской Федерации. Для апробации предложенного регламента внутреннего контроля на основе оценки результативности деятельности генерального директора использованы данные официальных сайтов и отчетности металлургических листинговых компаний России.

**Методы исследования.** Решение теоретических задач осуществлялось с применением общенаучных методов исследований, в том числе системного анализа и синтеза, моделирования, типологизации, контент-анализа и библиометрического анализа.

Эмпирическая часть диссертации основана на использовании методов дескриптивной статистики, отбора количественных и качественных данных, конструирования регрессионных зависимостей разного уровня. Для разработки и апробации методического подхода к оценке зависимости между результатами деятельности организации и вероятностью смены генерального директора использовано эконометрическое моделирование, включающее построение логит-модели со случайными эффектами, регрессионной модели с фиксированными эффектами на полной выборке, подвыборках и кросс-секции. Для формирования методического подхода к оценке результативности управления использован метод построения системы сбалансированных показателей Д. Нортон и Р. Каплана.

**Научные результаты диссертационного исследования, обладающие признаками научной новизны,** заключаются в следующем.

1. На основе изучения эволюции корпоративного управления и специфики его российской модели установлено, что результативность управления в организациях корпоративного типа зависит от позиции генерального директора в системе корпоративного контроля. Доказана дуальная роль генерального директора в корпоративном управлении, заключающаяся в том, что он выступает одновре-

менно объектом и субъектом (агентом и принципалом) в системе внутреннего корпоративного контроля организации (п. 10.17 Паспорта специальности ВАК РФ 08.00.05).

2. Разработана оригинальная трехуровневая иерархия детерминант смены генерального директора в организациях корпоративного типа. Предложен эмпирико-методический инструментарий, который позволил провести комплексный анализ факторов смены генерального директора в организации корпоративного типа; сформировать уникальную объективную базу данных из 54 341 акционерного общества Российской Федерации для оценки характеристик генерального директора и вероятности его смены (п. 10.17 Паспорта специальности ВАК РФ 08.00.05).

3. На основе комплексного эконометрического моделирования эмпирически определена обратная зависимость между вероятностью смены генерального директора и результативностью его деятельности в российских организациях корпоративного типа. Доказано, что факторы «окапывания» генерального директора, наличие владельцев крупных пакетов акций и акционеров-инсайдеров, публичность организации и экзогенные шоки, в отличие от численности членов совета директоров и присутствия государства в структуре собственников, оказывают влияние на вероятность смены генерального директора. Подтверждена гипотеза об обратной зависимости между результатами деятельности организации корпоративного типа и вероятностью смены ее генерального директора (п. 10.12 Паспорта специальности ВАК РФ 08.00.05).

4. Предложен и апробирован регламент внутреннего контроля на основе авторского методического подхода к оценке результативности деятельности генерального директора на примере российских листинговых организаций, особенность которого заключается в комплексном применении системы сбалансированных показателей и теории динамических способностей, а также учете интересов внутренних и внешних стейкхолдеров организации корпоративного типа (п. 10.12 Паспорта специальности ВАК РФ 08.00.05).

**Теоретическая значимость исследования** заключается в расширении научных представлений о корпоративном управлении, роли генерального директора в системе внутреннего корпоративного контроля организации.

**Практическая значимость исследования** состоит в выявлении специфики российской модели корпоративного управления, эмпирически доказанной зависимости между результативностью управления и вероятностью смены генерального директора, а также разработке методического подхода к оценке результативности деятельности генерального директора в организациях корпоративного типа.

**Апробация результатов исследования.** Основные теоретические положения и практические выводы диссертационного исследования были представлены и обсуждены на международных и всероссийских научных конференциях, в том числе XX Апрельской международной конференции НИУ ВШЭ (Москва, 2019); XIV Международной научно-практической конференции «Современный менеджмент: проблемы и перспективы» под эгидой Евразийской ассоциации университетов на базе Санкт-Петербургского государственного университета (Санкт-Петербург, 2019); Международной научно-практической конференции «Актуальные проблемы развития корпоративного управления и бизнеса» (Екатеринбург, 2018); Международной научно-практической конференции «Корпоративное управление и новые бизнес-модели: поиск механизмов согласованного развития» (Екатеринбург, 2019); Всероссийской научно-практической конференции «Экономика и финансы в технологическом развитии России», посвященной 100-летию со дня рождения Бориса Николаевича Христенко (Челябинск, 2019); IV Российском экономическом конгрессе (Москва, 2020).

Результаты исследования использованы в ходе реализации проекта при финансовой поддержке РГНФ (проект 13-02-00271 «Моделирование поведения предприятий в сфере занятости и оплаты труда с учетом степени их юнионизации»).

Внедрение результатов исследования документально подтверждено актами, прилагаемыми к диссертационной работе.

Отдельные теоретические положения и аналитические результаты диссертации используются в учебном процессе при подготовке выпускных квалифика-

ционных работ по направлению «Экономика» (профиль «Экономика предприятий и организаций»), преподавании курсов «Экономика организации», «Управление затратами предприятия», а также разработке программ практик для студентов ФГБОУ ВО «Уральский государственный экономический университет».

**Публикации.** По теме диссертационного исследования опубликовано 14 печатных работ общим объемом 16,9 п. л., в том числе авторских 11,4 п. л. Шесть статей опубликовано в изданиях, включенных в Перечень ведущих рецензируемых научных изданий, рекомендованных ВАК при Минобрнауки России, в том числе две статьи в изданиях, индексируемых в международной наукометрической базе данных Web of Science.

**Структура диссертации.** Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и списка литературы, включающего 220 наименований. Работа проиллюстрирована 43 таблицами и 21 рисунком. Общий объем диссертации – 196 страниц.

Во **введении** обосновывается актуальность проводимого исследования, приводится степень разработанности проблемы, формулируются цель, задачи, объект и предмет исследования, выделяются положения научной новизны, характеризуются теоретическая и практическая значимость результатов исследования.

В **первой главе** систематизированы основные модели корпоративного управления, представлена периодизация развития российской модели. На основе контент-анализа теоретических подходов к объяснению роли генерального директора в организации определена исследовательская программа диссертации, ядром которой выступают стейкхолдерская теория и теория «агент – принципал». Выявлено, что роль генерального директора зависит от специфики внутреннего корпоративного контроля в организации. Уточнена дуальная роль генерального директора организации как объекта и субъекта корпоративного управления и контроля.

Во **второй главе** исследованы детерминанты смены генерального директора в организации корпоративного типа. Обоснован эмпирико-методический инструментарий оценки вероятности смены генерального директора в организации корпоративного типа. Сформирована уникальная база данных российских акционер-

ных обществ, позволяющая оценить характеристики генеральных директоров и вероятность их смены. Проведен эмпирический комплексный анализ факторов смены генеральных директоров в организациях корпоративного типа Российской Федерации.

В *третьей главе* уточнена дефиниция «результативность управления», построены эконометрические модели, определяющие зависимость между вероятностью смены генерального директора и результатами деятельности российских акционерных обществ. Итогом исследования является разработка и апробация методического подхода к оценке результативности деятельности генерального директора, основанного на учете интересов стейкхолдеров, системе сбалансированных показателей, сравнительной эффективности бизнеса.

В *заключении* представлены основные выводы по результатам диссертационного исследования.

# 1 Теоретические аспекты исследования роли генерального директора в корпоративном управлении

## 1.1 Содержание и этапы развития корпоративного управления

Проблемы организационной результативности связаны с ограниченностью экономических ресурсов, особенностями их распределения, а также слабой адаптацией к меняющимся условиям внешней среды. Эффективное функционирование организации во многом обусловлено моделью разработки, принятия и реализации управленческих решений, или моделью корпоративного управления.

Корпоративное управление как единица анализа имеет узкую и широкую трактовки.

Традиционно (в узком смысле) под корпоративным управлением понимается деятельность, нацеленная на защиту интересов собственников в случае, когда управление организацией передано наемным менеджерам. По определению А. Shleifer и R. Vishny<sup>1</sup>, «теория корпоративного управления изучает способы, с помощью которых поставщики финансового капитала обеспечивают возвратность произведенных инвестиций».

Термин «corporate governance» стал использоваться в США на рубеже XIX–XX веков, что связано с появлением и активизацией крупных корпораций, которые формировались вокруг личности предпринимателя, выпускающего акции. Акции приобретались жителями Европы и Северной Америки, где и располагались компании, что позволяло им принимать участие в собраниях акционеров и согласованно решать проблемы деятельности организации.

Экономический рост в 1920-е годы обусловил трансформацию структуры акционерного капитала организаций. Собственность стала более раздробленной.

---

<sup>1</sup> Shleifer A., Vishny R. W. A survey of corporate governance // Journal of finance. – 1997. – No. 52. – P. 737–783.

Управлять организациями стали профессиональные менеджеры, а круг собственников значительно расширился. При этом собственники выступали в роли поставщиков капитала, а взамен получали прибыль от деятельности корпорации.

Так обозначилась одна из основных предпосылок корпоративного управления – *разделение прав собственности (владения) и управления*. Уже в 1932 г. А. А. Berle и G. C. Means выявили, что 58 % активов 200 крупнейших корпораций управляются наемными менеджерами<sup>1</sup>. Их работа дала толчок исследованиям в области анализа структуры корпоративной собственности<sup>2</sup>.

В широком смысле корпоративное управление – это набор правил, процессов и структур, посредством которых организации управляются и контролируются.

Согласно подходу ОЭСР 1999 г.<sup>3</sup>, корпоративное управление должно строиться на принципах охвата прав и обязанностей акционеров, руководителей и совета директоров. Соблюдение этих принципов приносит пользу организациям за счет повышения их эффективности, роста стоимости капитала и улучшения отношений со вторичными стейкхолдерами – банками, держателями облигаций и правительством. Для стран с формирующимся рынком корпоративное управление служит инструментом для минимизации воздействия экзогенных экономических потрясений, содействия укреплению прав собственности и поощрения притока внешних инвестиций, что в итоге позволяет развиваться как самим организациям, так и рынкам капитала в целом<sup>4</sup>.

Исследователи<sup>5</sup> особо отмечают необходимость разделения понятий «корпоративное управление» и «корпоративный менеджмент». Последний представляет

---

<sup>1</sup> Berle A. A., Means G. C. The modern corporation and private property. – New Brunswick, NJ: Transaction, 1932. – 428 p.

<sup>2</sup> См., например: Donaldson L., Davis J. H. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns // Australian journal of management. – 1991. – Vol. 16, no. 1. – P. 49–64; Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure // Journal of financial economics. – 1976. – Vol. 3, no. 4. – P. 305–360; Taylor F. W. Scientific management. – London: Routledge, 2004. – 678 p.

<sup>3</sup> OECD Principles of corporate governance. – Paris: OECD Pub., 1999. – 48 p.

<sup>4</sup> Claessens S., Yurtoglu B. Corporate governance in emerging markets: a survey // Emerging markets review. – 2013. – No. 15. – P. 1–33.

<sup>5</sup> См., например: Беликов И., Вербицкий В. Корпоративное управление, его стандарты и их внедрение // Общество и экономика. – 2005. – № 10–11. – С. 113–139; Розанова Н. М. Корпоративное управление: учебник. – М.: Юрайт, 2017. – 203 с.

собой механизмы исполнительного и оперативного управления корпорацией. Феномен же корпоративного управления связан с отношениями контроля, надзора и подотчетности и предполагает:

- осуществление власти над корпоративной организацией<sup>1</sup>;
- определение общих направлений развития<sup>2</sup>;
- определение механизмов формирования целей корпорации и средств ее достижения<sup>3</sup>;
- поддержание корпоративной репутации<sup>4</sup>;
- сохранение баланса интересов стейкхолдеров и эффективности деятельности<sup>5</sup>;
- систему, при помощи которой возможно выявление истинных потребностей общества и поиск путей их удовлетворения<sup>6</sup>;
- справедливое распределение результатов деятельности<sup>7</sup>;
- внутреннее средство обеспечения деятельности и контроля корпорации<sup>8</sup>;
- систему взаимоотношений между менеджерами и владельцами, комплекс мер и правил, которые помогают акционерам контролировать руководство компании и влиять на менеджмент в целях максимизации ее прибыльности и стоимости<sup>9</sup>.

---

<sup>1</sup> Tricker R. I. Pocket director: the essentials of corporate governance from AZ. – London: Economist Books, 1996. – 206 p.

<sup>2</sup> Там же.

<sup>3</sup> См., например: Кодекс корпоративного управления. – URL: <http://www.cbr.ru/publ/Vestnik/ves140418040.pdf> (дата обращения: 25.08.2018); OECD Principles of corporate governance. – Paris: OECD Pub., 1999. – 48 p.

<sup>4</sup> Tricker R. I. Pocket director: the essentials of corporate governance from AZ. – London: Economist Books, 1996. – 206 p.

<sup>5</sup> Беликов И., Вербицкий В. Корпоративное управление, его стандарты и их внедрение // Общество и экономика. – 2005. – № 10–11. – С. 113–139.

<sup>6</sup> Ткаченко И. Н. Об учете интересов стейкхолдеров в современной парадигме корпоративного управления // Управленческие науки в современном мире. – 2018. – Т. 1, № 1. – С. 205–209.

<sup>7</sup> См., например: Корпоративное управление: история и практика. – URL: [http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/old\\_ffms/catalog.asp@ob\\_no=3730.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/old_ffms/catalog.asp@ob_no=3730.html) (дата обращения: 20.08.2018); Розанова Н. М. Корпоративное управление: учебник. – М.: Юрайт, 2017. – 203 с.

<sup>8</sup> Корпоративное управление: история и практика. – URL: [http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/old\\_ffms/catalog.asp@ob\\_no=3730.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/old_ffms/catalog.asp@ob_no=3730.html) (дата обращения: 20.08.2018); OECD Principles of corporate governance. – Paris: OECD Pub., 1999. – 48 p.

<sup>9</sup> Корпоративное управление: история и практика. – URL: [http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/old\\_ffms/catalog.asp@ob\\_no=3730.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/old_ffms/catalog.asp@ob_no=3730.html) (дата обращения: 20.08.2018).

На основе обобщения имеющихся подходов нами *под корпоративным управлением понимается формально и неформально институционализованная система, которая регламентирует отношения между основными и вторичными стейкхолдерами организации*. Корпоративное управление охватывает целый ряд стратегических вопросов, решение которых напрямую влияет на результативность управления организацией.

Можно выделить ряд теорий менеджмента, формирующих базовую исследовательскую программу феномена корпоративного управления (таблица 1).

Поскольку любая модель корпоративного управления носит институционализированный характер, она включает в себя не только экономическую, но и правовую сферу, т. е. должна учитывать особенности законодательного поля в разных странах.

Укрупненно можно выделить пять этапов в развитии российской модели корпоративного управления (таблица 2).

Контент-анализ проблематики корпоративного управления иллюстрирует наличие выраженного интереса к тем или иным вопросам, что объясняется изменениями и реформами, трансформирующими институциональный контекст российской экономики.

Подробнее остановимся на предпосылках, обусловивших периодизацию в развитии российской модели корпоративного управления.

Российская модель сформировалась в процессе приватизации государственной собственности на фоне неразвитого рынка ценных бумаг. На *стадии становления корпоративного управления* в начале 1990-х годов практики легитимного прозрачного взаимодействия заинтересованных сторон отсутствовали, что открывало возможность для дискриминации миноритарных акционеров. В дальнейшем вопросы качества корпоративного управления стали первостепенными, что сформировало негативное отношение потенциальных инвесторов к дискриминации миноритариев, так как это препятствовало экономическому росту.

Таблица 1 – Исследовательская программа феномена корпоративного управления

Критерий сравнения	Теории				
	управляющих	стейкхолдерская	агентская	фирмы	организации
Авторы-основоположники	L. Donaldson, J. H. Davis <sup>1</sup>	R. E. Freeman <sup>2</sup>	A. A. Berle, G. C. Means <sup>3</sup> , M. Jensen, W. Meckling <sup>4</sup>	R. H. Coase <sup>5</sup>	F. W. Taylor <sup>6</sup> , J. G. March, H. Simon <sup>7</sup>
Объект анализа	Специализация деятельности	Интересы участников	1. Оппортунистическое поведение менеджеров. 2. Проблема собственности и контроля. 3. Агентские издержки	1. Эффективность деятельности организации. 2. Трансакционные издержки	Возможность контроля и руководства компанией
Основной исследовательский акцент	Директора действуют в интересах собственников	Деятельность организации затрагивает интересы всех слоев общества	Проблема «агент – принципал», директора могут действовать не в интересах собственников	Оптимальный размер организации для контроля	Научная организация труда
Недостатки подхода	Рассматривает менеджера только с точки зрения гуманистического подхода	Не рассматривает прибыль целью деятельности организации	Рассматривает менеджера только как человека экономического	Не учитываются интересы других участников	Организация рассматривается только с рационалистической точки зрения
Цель корпоративного управления	Объединение усилий собственников и менеджеров для повышения благосостояния организации	Учет интересов не только собственников, но и всех заинтересованных сторон	Сравнение затрат на проверку выполнения директорами условий контракта и затрат на инфорсмент	Повышение эффективности деятельности организации	Поддержание равновесия в организации
Примечание – Составлено автором.					

<sup>1</sup> Donaldson L., Davis J. H. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns // Australian journal of management. – 1991. – Vol. 16, no. 1. – P. 49–64.

<sup>2</sup> Freeman R. E. Strategic management: a stakeholder approach. – Boston: Pitman, 1984. – 298 p.

<sup>3</sup> Berle A. A., Means G. C. The modern corporation and private property. – New Brunswick, NJ: Transaction, 1932. – 428 p.

<sup>4</sup> Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure // Journal of financial economics. – 1976. – Vol. 3, no. 4. – P. 305–360.

<sup>5</sup> Coase R. H. The nature of the firm // Essential readings in economics. – London: Palgrave, 1995. – P. 37–54.

<sup>6</sup> Taylor F. W. Scientific management. – London: Routledge, 2004. – 678 p.

<sup>7</sup> March J. G., Simon H. A. Organizations. – New York: Wiley, 1958. – 290 p.

Таблица 2 – Этапы развития российской модели корпоративного управления

Этап	Годы	Характеристика этапа	Основные исследователи
Становления	1989–1994	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Доваучерная приватизация в форме выкупа арендованных предприятий.</li> <li>2. Ваучерная приватизация государственной собственности, «распыление» акций предприятий.</li> <li>3. Отсутствие институциональных условий для обращения акций и получения прибыли от владения собственностью.</li> <li><b>4. Становление директорского корпуса в целом, формирование института «красных директоров»</b></li> </ol>	А. Радыгин, В. Гутник, Г. Мальгинов, Г. Б. Клейнер, Т. Г. Долгопятова, И. Н. Ткаченко
Постприватизационный	1995–1998	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Передел собственности.</li> <li>2. Концентрация крупных пакетов акций у ограниченного круга собственников.</li> <li>3. Информационная непрозрачность.</li> <li><b>4. Формирование когорты «внешних руководителей» для вновь образованных компаний</b></li> </ol>	М. А. Дерябина, А. Д. Радыгин, Р. М. Энтов, И. В. Межераупс, А. Клепач, П. Кузнецов, П. Крючкова, П. Кузнецов, А. Муравьев
Финансовый	1999–2007	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Выход значительного количества российских организаций на международный финансовый рынок.</li> <li>2. Приведение стандартов организации в соответствие с требованиями МСФО.</li> <li>3. Запуск крупными российскими организациями процедуры IPO.</li> <li><b>4. Изучение личных характеристик российских топ-менеджеров и их роль в системе корпоративного контроля</b></li> </ol>	Т. Г. Долгопятова, А. В. Бухвалов, А. А. Яковлев, Ю. А. Данилов, Ю. В. Симачев, А. Г. Дементьева

Продолжение таблицы 2

Этап	Годы	Характеристика этапа	Основные исследователи
Организационной эффективности	2007 – настоящее время	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Роль государства в управлении собственностью и вложении капиталов.</li> <li>2. Исследование феномена корпоративной социальной и экологической ответственности, модели ESG.</li> <li>3. Исследование специфики корпоративного управления в отдельных отраслях и секторах экономики.</li> <li><b>4. Влияние отдельных групп стейкхолдеров на результативность бизнеса</b></li> </ol>	<p>Л. С. Ружанская, В. Вербицкий, В. И. Кабалина, Л. М. Чеглакова, Б. С. Батаева, Ж. С. Беляева, И. Н. Ткаченко, А. А. Злыгостев, И. Беликов, А. Б. Анкудинов, Д. М. Борисов, И. В. Березинец, Т. А. Гаранина, Ю. Б. Ильина, Е. А. Лебеденко, А. И. Финогеева, П. Г. Воронцов, Л. Н. Леванова, А. В. Вавилина, А. Б. Анкудинов, И. Р. Бадыкова, К. А. Бойко, Е. М. Рогова</p>
Этап пандемии и постпандемийного кризиса	2020 – настоящее время	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Усиление роли государства как собственника и регулятора.</li> <li>2. Активный выход на IPO новых игроков, в том числе от государства.</li> <li>3. Увеличение активности миноритарных акционеров.</li> <li><b>4. Результативность управления в условиях кризиса</b></li> </ol>	<p>Дискуссия ведется в рамках ведущих конференций по корпоративному управлению «Трансформация моделей корпоративного управления в новых экономических реалиях», «Российский экономический конгресс», «Ломоносовские чтения», «Российские регионы в фокусе перемен»</p>
<p>Примечание – Составлено автором на основании систематизации научных публикаций.</p>			

В целом этап становления российского корпоративного управления характеризуется непрозрачностью рынка и организаций, недостаточным законодательным регулированием, неразвитостью фондового рынка, низкой ликвидностью ценных бумаг, незащищенностью прав миноритарных акционеров, управленческим «окапыванием», наличием так называемых «красных директоров», перешедших с должности директора государственного предприятия и имевших прочные политические связи.

Особенностью национальной модели корпоративного управления тех лет являлось сосредоточение прав владения и управления в руках директора организации, так как схемы приватизации предполагали распределение собственности в пользу трудового коллектива. Работники зачастую не осознавали себя собственниками и продавали свои акции, что приводило к усилению концентрации собственности.

В исследовании Института экономики переходного периода<sup>1</sup> отмечается другая существенная черта корпоративного управления приватизационного периода: формальное разгосударствление не всегда приводило к прекращению государственного финансирования, особенно «знаковых» предприятий. Ограниченная реализация прав частной собственности и борьба за разгосударвленную собственность приводили к стратегиям шоттермизма<sup>2</sup>. Зачастую реальные собственники не могли повлиять на деятельность организации ввиду коалиции руководства с местными властями.

В развитых экономиках регулирующее воздействие на формирование корпоративного управления оказывают рыночные силы, прежде всего финансовый рынок. Однако в процессе российской приватизации не был обеспечен ликвидный рынок частных бумаг, переход акций происходил в ходе закрытых переговоров, что также повлекло за собой формирование специфической структуры собственников и в целом концентрацию собственности.

---

<sup>1</sup> Радыгин А. Д., Энтов Р. М., Межераупс И. В. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления. – М.: Ин-т экономики переходного периода, 2003. – 167 с.

<sup>2</sup> Орехова С. В. Институциональные факторы выбора ресурсной стратегии предприятия // Journal of Institutional Studies. – 2016. – Т. 8, № 4. – С. 106–122.

Поворотным моментом стало принятие Гражданского кодекса РФ в 1994 г., дополненного Законом об акционерных обществах и Законом об обществах с ограниченной ответственностью 1995 и 1998 гг. соответственно. В *постприватизационный период развития корпоративного управления в России* происходило первое перераспределение собственности, прежде всего ее уменьшение у рядовых работников и органов власти. Скупка акций производилась менеджерами организаций либо сторонними частными инвесторами, которые уже являлись крупными собственниками.

В связи с неразвитостью финансового рынка и «окапыванием» руководства, которое часто использовало механизмы вывода финансовых ресурсов, единственным способом монетизации от владения капиталом было получение блокирующего пакета акций, что стало одной из причин концентрации капитала в России. В исследовании Т. Г. Долгопятовой отмечается, что десятилетний передел собственности после приватизации привел к формированию сложной непрозрачной структуры собственности, где «истинные хозяева скрыты за длинными цепочками формальных владельцев»<sup>1</sup>.

Переход к *третьему этапу развития корпоративного управления в России* был вызван необходимостью привлечения внешних ресурсов, что вызвало спрос на формальные институты. Именно качество формальных институтов корпоративного управления, их соответствие международным стандартам (регламентирующим процесс принятия оперативных и стратегических решений, деятельность совета директоров, роль крупных акционеров, соблюдение прав миноритариев, урегулирование конфликтов и др.) являлось ключевым фактором доступа российских компаний к глобальным рынкам и их выхода на IPO.

Необходимость взаимодействия с зарубежными партнерами повлекла за собой целый комплекс мер. Основные принципы корпоративного управления, рекомендованные для всех акционерных обществ, были установлены в 2002 г. Кодексом корпоративного поведения и охватывали права акционеров, состав совета ди-

---

<sup>1</sup> Долгопятова, Т. Г. Корпоративное управление в России: акционерная собственность и корпоративный контроль в компаниях // Российская экономика на новых путях: сб. ст. / под ред. Э. И. Гойзмана, Р. Н. Евстигнеева. – М.: Ин-т бизнеса и экономики, 2004. – С. 18.

ректоров, функции исполнительного органа, раскрытие информации, надзор и т. д.<sup>1</sup> Кодекс хоть и носил рекомендательный характер, однако многие организации внедряли его принципы в жизнь.

В 2014 г. прежний Кодекс корпоративного поведения был пересмотрен и получил новое название – Кодекс корпоративного управления. И хотя последний Кодекс нацелен исключительно на организации, торгуемые на фондовой бирже, и носит добровольный характер, существует общий вектор улучшения условий корпоративного управления в России. По данным консалтингового агентства PricewaterhouseCoopers, в 2016 г. 16 % из 127 компаний соблюдали положения Кодекса (по сравнению с 2015 г. эта цифра удвоилась), 47 % предприятий частично реализовывали данные принципы<sup>2</sup>.

Кроме того, Правительством РФ в 2016 г. в целях защиты прав миноритарных акционеров принята дорожная карта по совершенствованию системы корпоративного управления, ключевые принципы которой заключаются в следующем<sup>3</sup>:

1) прозрачность структуры владения российскими публичными акционерными обществами;

2) уровень защиты прав и законных интересов миноритарных акционеров (участников) хозяйственных обществ при совершении сделок, в которых присутствует конфликт интересов, при реорганизации, увеличении уставного капитала и при концентрации значимых пакетов акций в руках одних и тех же лиц;

3) вопросы контроля за финансово-хозяйственной деятельностью публичных акционерных обществ и ответственности в случаях причинения хозяйственным обществам убытков;

4) защита прав акционеров на дивиденды и предъявление исков в интересах акционерного общества и предоставление членам совета директоров (наблюда-

---

<sup>1</sup> Корпоративное управление: история и практика. – URL: [http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/old\\_ffms/catalog.asp@ob\\_no=3730.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/old_ffms/catalog.asp@ob_no=3730.html) (дата обращения: 20.08.2018).

<sup>2</sup> Between Strategy and Tactics. – URL: <https://www.pwc.ru/corporate-governance/assets/russian-boards-survey/russian-boards-survey-2016-eng.pdf>. (дата обращения: 07.09.2018).

<sup>3</sup> Дорожная карта «Совершенствование корпоративного управления» плана мероприятий в рамках Национальной предпринимательской инициативы по улучшению инвестиционного климата и их исполнение. – URL: <http://government.ru/roadmaps/481/events> (дата обращения: 12.03.2019).

тельного совета) акционерного общества права доступа к документам и информации подконтрольных акционерному обществу юридических лиц.

Развитие корпоративного управления в России носит весьма интенсивный характер, связанный с необходимостью адаптации национальных экономических процессов к рыночным экономикам развитых стран. На сегодняшний день российские организации корпоративного типа являются полноправными участниками международной финансовой системы. Однако геополитические и экономические вызовы последних лет заставляют задуматься над новыми механизмами эффективности российских организаций, что является главной задачей развития модели корпоративного управления на текущем этапе.

Институциональные изменения, связанные не только с формализацией аспектов корпоративного управления, но и с общеэкономической и политической ситуацией, повлекли за собой серьезную трансформацию подходов к изучаемой проблеме. Можно отметить, что вопросы организационной эффективности (четвертый этап развития корпоративного управления в России) являются предметом большинства исследований, посвященных корпоративному управлению (рисунок 1).



Примечание – Составлено автором.

Рисунок 1 – Вопросы корпоративного управления, влияющие на результаты деятельности организации

Одной из важнейших характеристик *четвертого этапа корпоративного управления* является увеличение доли государственной собственности, что проис-

ходило посредством передачи государственным корпорациям пакетов акций. Условия, упрощающие концентрацию контроля со стороны государства, сформировались еще в начале 2000-х годов: «высоко концентрированная собственность крупного российского бизнеса и значительный уровень интеграции крупнейших бизнес-групп, в которых остается присутствие государства, ресурсная ориентация российской экономики и плохая защита прав собственности»<sup>1</sup>.

При этом неопределенность с точки зрения прав собственности не стимулировала к эффективному использованию ресурсов. Институты, противодействующие оппортунистическому поведению в государственных и частных организациях, оказывали исключительно прямое административное воздействие. Крупные организации направляли заемные средства в инвестиционные проекты в России, а прибыль выводили в активы за рубежом.

Как отмечает Л. С. Ружанская, еще в начале 2000-х годов «расширение государственного сектора происходило как за счет увеличения объемов и видов активов государственных компаний, так и формирования новых АО с государственным участием (реструктуризация государственной собственности в крупные холдинги, институты развития, капитализация за счет государственных средств). Государство как собственник четко придерживается следующих ориентиров в управлении имуществом: получение дивидендов при наличии положительного финансового результата, сохранение рабочих мест и регулярная выплата зарплаты»<sup>2</sup>.

Во второй половине 2007 г. было создано шесть новых государственных корпораций. Федеральная антимонопольная служба в докладе «О состоянии конкуренции в 2018 г.»<sup>3</sup> отмечает, что процесс усиления роли государства в экономике перешел в иное качественное состояние. Сращивание монополий с государством и прямое огосударствление производства являются неотъемлемыми свойствами экономики. По данным Федеральной антимонопольной службы, в 1998 г.

---

<sup>1</sup> Ружанская Л. С. Государство и изменение стратегических аспектов корпоративного управления в российских компаниях // Мир экономики и управления. – 2010. – Т. 10, № 1. – С. 3–16.

<sup>2</sup> Там же.

<sup>3</sup> Доклад о состоянии конкуренции в Российской Федерации за 2018 г. (версия 27 сентября 2019 г.). – URL: <https://fas.gov.ru/documents/685806> (дата обращения: 20.10.2019).

доля государства составляла 25 %, к 2008 г. достигла 40–45 %, в 2013 г. выросла до 50 %, а по итогам 2017 г. могла превысить 60–70 %.

В 2014 г. западными странами были введены санкции относительно российской экономики, что привело к негативным последствиям для корпоративного сектора. Введение санкций и низкие цены на нефтяном рынке с 2014 г. послужили сдерживающим фактором для выхода компаний на биржу, что проявилось в уходе ряда компаний с фондового рынка и перенесении сроков первичных публичных размещений<sup>1</sup>. Все же в 2014–2015 гг. на ММВБ было проведено 14 размещений IPO/SPO<sup>2</sup>, что отражает интерес инвесторов к активам российских компаний. Вместе с тем почти в два раза по сравнению с 2013 г. снизилась капитализация российских компаний.

В этот период в целом возрастает значение стейкхолдерского подхода. Исследователями оценивается влияние различных групп стейкхолдеров на стоимость организации<sup>3</sup>.

Усилилось внимание к реализации принципов ESG в целом, уровню корпоративной социальной и экологической ответственности. В международной практике применяются различные стандарты в области корпоративной социальной ответственности и корпоративного управления. Так, существует стандарт AA1000 SES 2015 г., посвященный взаимодействию со стейкхолдерами<sup>4</sup>, основанный на трех главных принципах: существенность – окружение организации, интересы и значимость заинтересованных сторон; полнота – понимание вопросов, существенных для стейкхолдеров, их мнения и ожидаемого результата деятельности;

---

<sup>1</sup> Геращенко Е. Госдевелоперы разлюбили Лондон // Коммерсант. – 2014. – № 211. – С. 12.

<sup>2</sup> Московская биржа. – URL: <https://www.moex.com> (дата обращения: 02.02.2018). SPO – вторичное публичное размещение.

<sup>3</sup> См., например: Ткаченко И. Н., Злыгостев А. А. Оценка вклада стейкхолдеров в стоимость компании: пример российского банковского сектора // Управленец. – 2018. – Т. 9, № 4. – С. 40–52; Ткаченко И. Н. Анализ концепций оценивания вклада стейкхолдеров, или к вопросу о стейкхолдерской стоимости // Новые тенденции в развитии корпоративного управления и бизнеса: материалы Междунар. науч.-практ. конф. (Екатеринбург, 9 ноября 2017 г.). – Екатеринбург: Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2017. – С. 93–99.

<sup>4</sup> AA1000 Stakeholder Engagement Standard (AA1000SES). – AccountAbility, 2015. – URL: <https://www.accountability.org/standards/aa1000-stakeholder-engagement-standard> (дата обращения: 16.03.2020). Предыдущая версия – от 2005 г.

реагирование – последовательное решение вопросов, значимых для стейкхолдеров и организации.

При этом в «Докладе о социальных инвестициях в России – 2014: к созданию ценности для бизнеса и общества» отмечено, что состояние корпоративной социальной ответственности ведущих российских компаний характеризуется двумя особенностями: формированием устойчивой группы компаний-лидеров, соответствующих лучшим мировым образцам корпоративной социальной деятельности, и общим замедлением процесса интеграции принципов корпоративной социальной ответственности в корпоративную стратегию<sup>1</sup>. Анализ российской практики в 2017 г. показал, что при управлении взаимоотношениями со стейкхолдерами принципы и правила, описанные в стандарте AA1000 SES, применяют только 6 из 50 рассмотренных компаний: ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Татнефть», ПАО ГМК «Норильский никель», ПАО «НоваТЭК», АО Концерн «Росэнергоатом» и АО «Сибирская угольная энергетическая компания»<sup>2</sup>.

Для улучшения качества корпоративного управления и привлечения инвесторов многие организации стали следовать рекомендациям Кодекса корпоративного управления, что проявилось в формировании советов директоров в непубличных организациях<sup>3</sup>. Возрастает роль института независимых директоров, которые призваны защищать интересы не только акционеров, но и других заинтересованных сторон<sup>4</sup>. Исходя из результатов ежегодного исследования «Национальный индекс корпоративного управления», проводившегося Центром корпоративного развития Top Competence при участии Центра системных трансформаций экономического факультета МГУ им. М. В. Ломоносова и технической поддержке Мос-

---

<sup>1</sup> Доклад о социальных инвестициях в России – 2014: к созданию ценности для бизнеса и общества / под общ. ред. Ю. Е. Благова, И. С. Соболева. – СПб.: Авторская творческая мастерская (АТМ Книга), 2014. – 144 с.

<sup>2</sup> Финогеева А. И., Батаева Б. С. Совершенствование управления взаимоотношениями с ключевыми стейкхолдерами корпорации // Российский экономический интернет-журнал. – 2017. – № 3. – URL: [http://www.e-rej.ru/Articles/2017/Finogeeva\\_Bataeva.pdf](http://www.e-rej.ru/Articles/2017/Finogeeva_Bataeva.pdf) (дата обращения: 20.03.2020).

<sup>3</sup> Вербицкий В. К. Корпоративное управление в средних российских непубличных компаниях: иное корпоративное управление // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – 2016. – № 12. – С. 56–64.

<sup>4</sup> Леванова Л. Н. Реализация агентской теории совета директоров в российских корпорациях // Гуманитарный научный журнал. – 2020. – № 1. – С. 84–90.

ковской биржи, доля независимых директоров в организациях второго и третьего уровня листинга в 2017–2018 гг. оставалась достаточно стабильной и составляла чуть ниже 30 %<sup>1</sup>.

*Текущий пятый этап развития корпоративного управления в России* вызван происходящими в мире изменениями, связанными с пандемией COVID-19. W. Ding с коллегами<sup>2</sup> выделяют следующие важные факторы воздействия на деятельность организации в современных условиях:

1) фирмы с большим объемом наличных средств, меньшим заемным плечом и более прибыльные испытают менее серьезное падение курса акций, чем другие;

2) поскольку сети поставщиков и клиентов некоторых фирм расположены в странах, больше пострадавших от COVID-19, чем другие, эти фирмы испытают более серьезные сбои в производстве и продажах и, следовательно, более сильное падение цен на акции, чем аналогичные фирмы с меньшим воздействием COVID-19;

3) фирмы, которые до пандемии COVID-19 усилили политику и деятельность в области корпоративной социальной ответственности, продемонстрировали более высокую динамику цен на акции. Эти результаты согласуются с мнением о том, что корпоративная социальная ответственность укрепляет доверие заинтересованных сторон, что делает работников, поставщиков и клиентов более восприимчивыми к внесению корректив для поддержки бизнеса в трудные времена;

4) структура корпоративного управления и вознаграждения руководителей также может влиять на восприятие рынком устойчивости корпорации к COVID-19. Например, учитывая неопределенность масштабов и продолжительности пандемии, рынки могут сделать ставку на гибкость, включая слияния и поглощения, а также смену руководства;

---

<sup>1</sup> Кузнецов М. Е., Никишова М. И., Соловьева В. В. Национальный индекс корпоративного управления – 2018 // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – 2019. – № 3. – С. 68–71.

<sup>2</sup> Ding W., Levine R., Lin C., Xi W. Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. – Washington, DC: National Bureau of Economic Research, 2020. – 52 p. – (NBER Working Paper; no. w27055).

5) личность крупных собственников фирм тесно связана с реакцией курсов акций на случаи COVID-19: цены на акции фирм, принадлежащих хедж-фондам, имеют худшую динамику.

В Российской Федерации корпоративное управление в условиях пандемии COVID-19 трансформируется в нескольких направлениях:

1) из-за снижения ключевой ставки Банка России миноритарные инвесторы предпочитают вкладывать деньги в акции. Активность миноритариев в разы возросла, однако их доля по-прежнему невелика и не оказывает существенной роли при принятии решений корпоративного сектора;

2) из-за существенной доли государственной собственности в российских корпорациях государство имеет дополнительный источник финансирования бюджета. Это связано как с ростом дивидендных выплат, так и с выходом на IPO ряда государственных компаний;

3) активное привлечение финансовых ресурсов с фондовых рынков. Основные инструменты – выход на IPO и рост облигационных займов.

Таким образом, корпоративное управление в России до сих пор находится в состоянии интенсивного совершенствования. В целом в национальной экономике имеются уникальные условия для изучения корпоративного управления. С одной стороны, до недавнего времени корпорации имели огромные проблемы с управлением. Тем не менее очевиден значительный прогресс в законодательстве и восприятии вопросов корпоративного управления в последние десятилетия. С другой стороны, корпоративное управление в России еще резко контрастирует с этим явлением в развитых странах.

Таким образом, функционирование компаний в условиях замедления темпов экономического роста и кризиса порождает массу вопросов к построению системы корпоративного управления. Если в начале речь шла о конструировании ее базовых институтов, то сейчас речь идет о результативности этих институтов, результативности управления и организационной эффективности в целом.

## 1.2 Эволюция теоретических подходов к объяснению роли генерального директора в деятельности организации корпоративного типа

Как отмечает А. В. Либман<sup>1</sup>, наращивание масштабов коммерческих предприятий потребовало привлечения значительных объемов капитала за счет объединения финансовых ресурсов многих экономических субъектов. Рост числа поставщиков капитала и, как следствие, сокращение доли их участия привели к тому, что отслеживание качества управления инвестициями для каждого из них стало экономически нецелесообразным и дорогостоящим мероприятием по причине высоких транзакционных издержек. Кроме того, поставщики капитала (инвесторы) обладают различной квалификацией и распределены географически, что спровоцировало рост издержек принятия решений. Данные предпосылки сделали экономически оправданным делегирование функций по принятию решений профессиональным менеджерам, отвечающим за оперативное управление капиталом. Еще одним фактором, обусловившим отделение управления от финансирования, явилось разделение и специализация управленческого труда<sup>2</sup>.

Данный раздел диссертационного исследования посвящен уточнению роли генерального директора в процессах корпоративного управления и контроля, а также его влиянию на организационные результаты.

Термины «директор», «генеральный директор», «председатель» согласно Гражданскому кодексу РФ (ст. 65.3) трактуются как «единоличный исполнительный орган в корпорации». Уставом корпорации может быть предусмотрено предоставление полномочий единоличного исполнительного органа нескольким лицам, действующим совместно, или образование нескольких единоличных исполнительных органов, действующих независимо друг от друга (абз. 3 п. 1 ст. 53 ГК РФ). В качестве единоличного исполнительного органа корпорации может выступать как физическое, так и юридическое лицо.

---

<sup>1</sup> Либман А. В. Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорации // Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент. – 2005. – № 1. – С. 123–140.

<sup>2</sup> Там же. – С. 123.

Федеральный закон 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» гласит, что «руководство текущей деятельностью общества осуществляется единоличным исполнительным органом общества (директором, генеральным директором) или единоличным исполнительным органом общества (директором, генеральным директором) и коллегиальным исполнительным органом общества (правлением, дирекцией). Исполнительные органы подотчетны совету директоров (наблюдательному совету) общества и общему собранию акционеров».

В англоязычной литературе для обозначения единоличного исполнительного органа применяется термин «chief executive officer (CEO)». Для целей исследования мы отождествляем все перечисленные понятия и далее будем использовать термин «генеральный директор».

Вопрос роли генерального директора в управлении организацией является весьма неоднозначным, не имеет единого научного контура, объясняется с различных теоретических позиций (рисунок 2)



Примечание – Составлено автором.

Рисунок 2 – Теории, объясняющие взаимосвязь роли генерального директора и результатов деятельности организации

В рамках *неоклассической экономической теории* организация рассматривается как рыночного агента, поведение которого сводится к выбору объема, цены и структуры привлекаемых ресурсов в целях максимизации прибыли. Теория не объясняет внутрифирменные различия, связанные с организацией труда и стиму-

лами работников; фирма изучается как «черный ящик». Оценка роли руководителя осуществляется в неоклассической экономической теории опосредованно.

В рамках неоинституционализма, зародившегося в работе Р. Коуза<sup>1</sup> в 1937 г., существование организации объясняется экономией на трансакционных издержках. Сама фирма рассматривается как коллектив сотрудников, объединенных общими интересами, но также преследующих личные интересы и склонных к оппортунизму.

К. Менар определяет организацию как «экономическую единицу координации, обладающую доступными определению границами и функционирующую непрерывно для достижения целей, разделяемых участниками. Другими словами, организацию характеризуют: совокупность участников; согласие или несогласие относительно целей и средств (контракты, увольнения, забастовки и т. д.); формальная координация, определяющая структуру с учетом степени ее сложности, правил и процедур, и степени централизации принятия решений»<sup>2</sup>. Руководитель играет решающую роль в формировании команды для реализации стратегии, роста производительности труда и результативности фирмы (эта идеология лежит в основе ряда современных исследований<sup>3</sup>). Подробнее остановимся на теориях институционализма (теории «агент – принципал») в п. 1.3 диссертации.

В основе агентской теории и теории контрактов лежит модель экономического человека, рационально максимизирующего личную выгоду. Идея, основанная на стремлении получить вознаграждение и избежать наказания, была аргументирована также в парадигме теории организации и получила название «теория X»<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Coase R. H. The nature of the firm // Essential readings in economics. – London: Palgrave, 1995. – P. 37–54.

<sup>2</sup> Менар К. Экономика организаций: пер. с фр. – М.: ИНФРА-М, 1996. – С. 35.

<sup>3</sup> См., например: Fidrmucova J., Fidrmuc J. Firm Performance, CEO Turnover and Managerial Labor Market in the Czech Republic. – Tilburg: Tilburg University, 2001. – 32 p. – (Center for European Integration Studies working paper; no. 466); Kato T., Long C. CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data // Journal of Comparative Economics. – 2006. – Vol. 34, no. 4. – P. 796–817; Huson M. R., Parrino R., Starks L. T. Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: a long-term perspective // The Journal of Finance. – 2001. – Vol. 56, no. 6. – P. 2265–2297.; Muravyev A. Turnover of senior managers in Russian privatized firms // Comparative Economic Studies. – 2003. – Vol. 45, no. 2. – P. 148–172.

<sup>4</sup> McGregor D. The human side of enterprise. – New York: McGraw-Hill, 1960. – 266 p.

Однако существуют и другие мотивационные «модели человека»<sup>1</sup>, которые берут начало в организационной психологии и социологии. Здесь в основе анализа лежит термин «организационная роль» – механизм получения внутреннего удовлетворения за счет успешного выполнения сложной работы, роста ответственности, авторитета и получения признания за счет этого. Более того, идентификация менеджеров с корпорацией, особенно если они проработали там долго, участвовали в ее создании, способствует объединению индивидуальной самооценки с корпоративным престижем.

В то время как агентская теория четко разделяет интересы между менеджерами и владельцами, организационная социология отмечает, что мотивация менеджера основана на их личном восприятии<sup>2</sup>. Если руководитель чувствует, что его будущее благополучие связано с работодателем (например, в ожидании трудовых или пенсионных прав), он может отождествлять собственные и корпоративные интересы даже без очевидной финансовой мотивации. Показано, что даже если развитие организации не отвечает личным интересам менеджера, он может выполнять работу из чувства долга<sup>3</sup>.

Эти соображения аргументируют наличие альтернативной управленческой мотивации, которую можно увидеть в *теории управляющих*<sup>4</sup>. Эта теория связана с общей эффективностью организационных структур и корпоративным управлением в целом. Чем более полный контроль осуществляет генеральный директор, тем более высокие результаты деятельности должна получить корпорация. Предполагается, что директор руководствуется интересами организации и все его усилия направлены на ее благо. Организационные различия возникают из-за того, способствует организационная структура эффективным действиям исполнитель-

---

<sup>1</sup> См., например: Herzberg F. M., Mausner B. B., Snyderman B. The motivation to work. – New York: Wiley, 1959. – 157 p.; McClelland D. C. The achieving society. – Princeton: D. Van Nostrand Co., 1961. – 512 p.

<sup>2</sup> Silverman D. The theory of organizations. – London: Heinemann, 1970. – 240 p.

<sup>3</sup> Etzioni A. Comparative analysis of complex organizations. – Rev. ed. – New York: Free Press, 1975. – 612 p.

<sup>4</sup> См., например: Donaldson L. The ethereal hand: Organizational economics and management theory // Academy of management Review. – 1990. – Vol. 15, no. 3. – P. 369–381; Barney J. B. The debate between traditional management theory and organizational economics: substantive differences or intergroup conflict? // Academy of Management Review. – 1990. – Vol. 15, no. 3. – P. 382–393.

ной власти или нет. Эффективность организационной структуры управления, по мнению Л. Дональдсона<sup>1</sup>, зависит от того:

- 1) насколько она будет обеспечивать ожидания;
- 2) насколько широки и «узаконены» возможности высшего руководства.

Руководитель организации может рассматриваться как ценный актив, создающий конкурентное преимущество за счет своей приверженности работе, адаптивности и высокого качества труда. В *теории человеческого капитала* образование и опыт работников, в том числе особые навыки и талант руководителей, рассматриваются как инвестиции, которые напрямую влияют на результаты деятельности организации. В таких работах основное внимание уделяется сравнению личностных качеств генеральных директоров<sup>2</sup>.

Результаты изучения всех новых генеральных директоров в S&P 500 с 1993 по 2012 г.<sup>3</sup> показывают, что специфические для фирмы навыки и связи имеют решающее значение при приеме на работу. Подавляющее большинство новых руководителей имеют тесные связи с фирмой. 72 % новых генеральных директоров продвигаются внутри организации, а 8,4 % являются бывшими или действующими руководителями, бывшими членами совета директоров. Таким образом, 80,4 % генеральных директоров нанимают из числа инсайдеров, и только 19,6 % являются новыми для фирмы.

Также интересен факт, что только 3,2 % новых генеральных директоров ушли с должности генерального директора в другой фирме. Крупные фирмы редко переманивают успешных руководителей небольших фирм, а небольшие фирмы почти никогда не посягают на руководителей крупных фирм. Это говорит о серьезных «трениях» в перераспределении талантов генеральных директоров между фирмами. Фирмы с низкой доходностью акций и низким ростом продаж с боль-

---

<sup>1</sup> Donaldson L. The ethereal hand: Organizational economics and management theory // *Academy of management Review*. – 1990. – Vol. 15, no. 3. – P. 369–381.

<sup>2</sup> См., например: Pan Y., Wang T. Y., Weisbach M. S. Learning about CEO ability and stock return volatility // *The review of financial studies*. – 2015. – Vol. 28, no. 6. – P. 1623–1666; Hermalin B. E., Weisbach M. S. Assessing managerial ability: Implications for corporate governance // *The handbook of the economics of corporate governance*. – 2017. – Vol. 1. – P. 93–176.

<sup>3</sup> Cziraki P., Jenter D. The market for CEOs. – [S. l.], 2020. – URL: [https://personal.lse.ac.uk/jenter/TheMarketForCEOs\\_2020-07-06.pdf](https://personal.lse.ac.uk/jenter/TheMarketForCEOs_2020-07-06.pdf) (дата обращения: 11.01.2021).

шей вероятностью нанимают аутсайдеров, но даже для них наиболее частым выбором остаются инсайдеры. При этом определено, что аутсайдеры обходятся дороже, чем внутренние кандидаты. Это согласуется с тем, что аутсайдеры более мобильны и получают премию за риск несоответствия и (или) компенсацию за неудобства при смене места работы и переезде.

*Теория (модель) высших эшелонов* перекликается с теорией человеческого капитала, так как рассматривает качества и характеристики личности руководителя. Постулируется, что при обработке большого потока информации руководитель фильтрует и упрощает ее в соответствии со своими ценностями и когнитивными особенностями. Поскольку эти характеристики оценить сложно, теория высших эшелонов исследует их через половозрастные и иные параметры. В модели D. Hambrick и P. Mason прогнозируется, что результаты деятельности организации находятся в линейной зависимости от этих характеристик руководителей<sup>1</sup>.

Способности директоров (с учетом их возраста, уровня самоуверенности (overconfidence), стиля руководства) с точки зрения их ценности для организации исследуются в ряде работ. Так, E. Benmelech и C. Frydman<sup>2</sup> иллюстрируют, что факт службы в армии влияет в дальнейшем на стиль управления генеральных директоров (делает его более консервативным). M. Bertrand и A. Schoar<sup>3</sup> отмечают, что молодые руководители со степенью MBA более склонны к риску, чем руководители в зрелом возрасте.

В противоположность концепции человеческого капитала, *теория козла отпущения* (scapegoat hypothesis/theory) основана на агентских моделях<sup>4</sup>. Согласно этому подходу, неудовлетворительные показатели деятельности организации мо-

---

<sup>1</sup> Hambrick D. C., Mason P. A. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers // Academy of management review. – 1984. – Vol. 9, no. 2. – P. 193–206.

<sup>2</sup> Benmelech E., Frydman C. Military CEOs // Journal of financial economics. – 2015. – Vol. 117, no. 1. – P. 43–59.

<sup>3</sup> Bertrand M., Schoar A. Managing with style: The effect of managers on firm policies // The Quarterly journal of economics. – 2003. – Vol. 118, no. 4. – P. 1169–1208.

<sup>4</sup> См., например: Mirrlees J. A. The optimal structure of incentives and authority within an organization // The Bell journal of economics. – 1976. – Vol. 7, no. 1. – P. 105–131; Hölmstrom B. Moral hazard and observability // The Bell journal of economics. – 1979. – Vol. 10, iss. 1. – P. 74–91; Shavell S. Risk sharing and incentives in the principal and agent relationship // The Bell journal of economics. – 1979. – Vol. 10, iss. 1. – P. 55–73.

гут быть связаны не столько с качеством менеджмента и усилиями исполнительного директора, сколько с неудачным стечением обстоятельств. Увольнение руководителя в этом случае является показательным актом и сигналом для последующего директора, который по своим качествам не сильно отличается от уволенного. В результате новый руководитель начинает прикладывать больше усилий, как следствие, улучшаются показатели деятельности организации. Таким образом, уволенный с должности за плохую работу является не плохим руководителем, а так называемым козлом отпущения. В дальнейшем показатели деятельности организации возвращаются к прежнему уровню.

*Теории лидерства* в менеджменте имеют широкий диапазон исследовательских задач. Здесь укрупненно можно выделить три группы подходов: теории лидерских качеств, поведенческие и ситуационные теории.

С точки зрения влияния на результативность управления интересен подход одной из ситуационных теорий лидерства – трансакционного и трансформационного (преобразующего) лидерства<sup>1</sup>, которая получила развитие в работе Н. Тичи и М. А. Деванна<sup>2</sup>. Основная идея заключается в том, что в условиях меняющейся внешней среды лидеры берут на себя бремя изменения организации, формируют ее новое видение, разрабатывают стратегию. Эти преобразования выражаются в том числе и в улучшении результатов деятельности организации.

В конце XX века появились *новые теории лидерства*, в основу которых положены морально-этические аспекты. Если традиционные теории лидерства ориентированы на организацию, то исследования в рамках этой группы теорий направлены на изменение человека внутри организации. С этой точки зрения новые теории лидерства во многом совпадают с подходами организационной социологии<sup>3</sup>.

Одной из важных для целей нашего исследования является *стейкхолдерская теория*, с точки зрения которой менеджеры не должны фокусироваться на эконо-

---

<sup>1</sup> Burns J. M. Leadership. – New York: Harper & Row, 1978. – 530 p.

<sup>2</sup> Тичи Н., Деванна М. А. Лидеры реорганизации (из опыта американских корпораций): сокр. пер. с англ. – М.: Экономика, 1990. – 208 с.

<sup>3</sup> Lipman-Blumen J. Connective leadership: a new paradigm // Drucker Magazine. – 1997. – Vol. 1, no. 1. – P. 12–19; Goleman D. Emotional Intelligence. – New York: Bantam Books, 1995. – 352 p.

мических показателях эффективности. Их цель заключается в повышении уровня благосостояния заинтересованных сторон, вовлеченных в систему создания стоимости (ценности) организации<sup>1</sup>. Так, А. Яковлев с соавторами приводит «возможный пример такого рода – концерн Volkswagen, который отличается нестандартными механизмами корпоративного управления (с представительством работников и региональных властей в совете директоров) и прошел кризис (2008 г. – примечание авторов) успешнее других автомобильных компаний»<sup>2</sup>.

Вместе с тем нет единого мнения относительно того, что же считать результативностью организации для заинтересованных сторон<sup>3</sup>. Ряд ученых считает, что акционеры должны быть самой приоритетной заинтересованной стороной<sup>4</sup>, поэтому обеспечение дохода акционеров является основной обязанностью менеджеров. Другие полагают, что заинтересованные стороны, которые предоставляют организации значимые ресурсы, также имеют право на часть созданной прибавочной стоимости<sup>5</sup>.

Так, по мнению Д. Бауэра и Л. Пэйн, «здоровье компании, а не благосостояние ее акционеров должно стать главной заботой тех, кто управляет корпорациями... Такая модель может начаться с признания того, что корпорации являются независимыми субъектами с возможностью неограниченной жизни, гарантированной законом. При правильном руководстве они смогут служить рынкам и обществу в течение длительных периодов времени. Теория агентских отношений в значительной степени игнорирует эти отличительные и социально значимые особенности корпораций и связанные с ними проблемы управления в долгосроч-

---

<sup>1</sup> Freeman R. E. Stakeholder management: framework and philosophy // Freeman R. E. Strategic management: a stakeholder approach. – Boston: Pitman, 1984. – P. 52–82.

<sup>2</sup> Яковлев А. А., Данилов Ю. А., Симачев Ю. В. Глобальный финансовый кризис и корпоративное управление // Российский журнал менеджмента. – 2010. – Т. 8, № 2. – С. 31.

<sup>3</sup> Ткаченко И. Н., Злыгостев А. А. Оценка вклада стейкхолдеров в стоимость компании: пример российского банковского сектора // Управление. – 2018. – Т. 9, № 4. – С. 40–52.

<sup>4</sup> См., например: Berle A. A., Means G. C. The modern corporation and private property. – New Brunswick, NJ: Transaction, 1932. – 428 p; Jensen M. C. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function // Journal of applied corporate finance. – 2001. – Vol. 14, no. 3. – P. 8–21.

<sup>5</sup> Barney J. B. The debate between traditional management theory and organizational economics: substantive differences or intergroup conflict? // Academy of management review. – 1990. – Vol. 15, no. 3. – P. 382–393.

ной перспективе на том основании, что корпорации являются юридическими вымыслами»<sup>1</sup>.

Еще один значимый подход – *теория роста фирмы*<sup>2</sup>, которая постулирует, что увеличение размера организации является одной из проблем при реализации управленческой деятельности. Э. Пенроуз утверждала: «Наверняка есть размер, при выходе за пределы которого сервисы, необходимые для ее эффективной работы, не смогут обслуживаться простыми смертными. Считается, что сложность структуры и масштаб деятельности станут такими, что даже самые маленькие решения, которые топ-менеджменту придется принимать для того, чтобы обеспечить требуемую степень координации, будут столь сложными или столь многочисленными, что эффективность фирмы пострадает»<sup>3</sup>. На принятие решений и реализацию стратегии роста влияет множество взаимозависимых и разнообразных элементов<sup>4</sup>. Способность роста организации ограничена ресурсами, поэтому рост может быть достигнут за счет усилий генерального директора. Опыт работы директора в конкретной организации рассматривается в качестве универсального ресурса, способствующего ее росту. Следовательно, руководители будут мотивированы развивать фирму как можно быстрее<sup>5</sup>.

Смена генерального директора, наоборот, может помешать росту организации в краткосрочной перспективе, так как потребуются время для адаптации.

Совокупность всех основных теорий и подходов, объясняющих роль генерального директора в успехе организации, обобщена в таблице 3.

---

<sup>1</sup> Бауэр Дж., Пэйн Л. Главная ошибка корпоративного управления / Harvard Business Review Россия. – URL: <https://hbr-russia.ru/management/korporativnyu-opyt/a22431> (дата обращения: 20.03.2020).

<sup>2</sup> Penrose E. Limits to the Growth and Size of Firms // American economic review. – 1955. – Vol. 45, no. 2. – P. 531–543.

<sup>3</sup> Там же. – P. 541.

<sup>4</sup> См. подробнее: Buckley P. J., Casson M. Edith Penrose's theory of the growth of the firm and the strategic management of multinational enterprises // The Multinational Enterprise Revisited. – London: Palgrave Macmillan, 2010. – P. 277–300; Sargut G., McGrath R. G. Learning to live with complexity // Harvard business review. – 2011. – Vol. 89, no. 9. – P. 68–76.

<sup>5</sup> Penrose E. T. The theory of the growth of the firm. – Oxford: Oxford University Press, 2009. – 304 p.

Таблица 3 – Сравнительный анализ теорий, объясняющих влияние генерального директора на результаты деятельности организации

Критерий сравнения	Теории							
	агентская	организации	управляющих	высших эшелонов	роста фирмы	преобразующего лидерства	стейк-холдерская	козла отпущения
Единица анализа	Агентские издержки	Возможность контроля и руководства компанией	Специализация деятельности	Когнитивные способности	Рост фирмы	Лидерские качества	Интересы участников	Смена руководителя
Влияние смены генерального директора на результаты деятельности организации	Исследуется опосредованно, может быть положительным (при оппортунизме, при «окапывании»)	Исследуется опосредованно, может быть положительным (при слабом совете директоров)	Исследуется опосредованно, отрицательное	Исследуется опосредованно, зависит от индивидуальных характеристик генерального директора	Отрицательное	Опосредованное, зависит от лидерских качеств	Опосредованное, зависит от баланса интересов	Положительное
Возможности повышения результативности управления	Наделение генерального директора акциями организации, отложенное во времени вознаграждение	Контроль деятельности генерального директора советом директоров	Совмещение в лице генерального директора функций управления и контроля	Подбор генерального директора с определенными наблюдаемыми характеристиками	Опыт и стаж работы генерального директора	Преодоление сопротивления изменениям является одним из качеств лидера	Участие ключевых стейкхолдеров в управлении компанией	Смена генерального директора приводит к улучшению результативности
Примечание – Составлено автором.								

Ценность всех рассмотренных теорий одинаково велика для науки и практики изучения роли генерального директора в организации. Например, теория высших эшелонов позволяет оценить влияние характеристик генеральных директоров на результаты деятельности организации. Теории мотивации, личности и т. п. вносят вклад в изучение факторов результативности управления.

Однако в целях диссертационного исследования целесообразно сделать упор на следующие теории. Теория заинтересованных сторон предполагает, что организация не должна преследовать только экономические показатели эффективности. Вместе с тем данная теория не отрицает использование этих показателей, например, для оценки повышения благосостояния акционеров как одной из заинтересованных сторон. Теория высших эшелонов позволяет акцентировать внимание на наблюдаемых характеристиках генерального директора, а теория роста фирмы уделяет особое внимание факту смены руководителя. Агентская теория важна с точки зрения изучения вопроса «окапывания» и уровня конвергенции интересов менеджеров.

### **1.3 Дуализм позиции генерального директора в системе корпоративного управления и контроля**

Корпоративное управление призвано выполнять ряд важнейших функций, среди которых контроль собственниками (акционерами) стратегий и тактик развития организации, предотвращение и выявление оппортунистического поведения менеджеров, сигналы сторонним инвесторам о состоянии дел в организации. Все это предполагает наличие механизмов контроля за поведением руководства в модели корпоративного управления.

В связи с этим важно изучение опыта установления и поддержания баланса между интересами стейкхолдеров в различных моделях корпоративного управления. Общепринятая типология включает англо-американскую (биржевую), немец-

кую (банковскую), японскую (клановую) и семейную модели. Они различаются составом стейкхолдеров, механизмами их взаимодействия, структурой владения собственностью, требованиями к раскрытию информации. Россия имеет смешанные черты этих уже устоявшихся моделей, что определяет специфику национального корпоративного управления (таблица 4).

С позиции отношений собственности и контроля национальные модели корпоративного управления подразделяются на *инсайдерский* и *аутсайдерский (рыночный) типы*. Если акциями владеет множество независимых акционеров (аутсайдеров), формируется рыночный тип (биржевая модель), а «треугольник» корпоративного управления представлен независимыми акционерами, менеджерами и директорами. Однако в последние годы в данной модели происходит сдвиг в сторону увеличения числа крупных собственников за счет институциональных инвесторов<sup>1</sup>.

Концентрация акций у ограниченного круга инвесторов характерна для инсайдерского типа (банковская, клановая, семейная модели). При недостаточной прозрачности и защите прав миноритариев инсайдерские модели имеют преимущества, к которым можно отнести стабильность, социальную ответственность, следование традициям и долгосрочным целям.

В последние годы отмечается диффузия моделей. Вместе с тем сохраняются отличия в уровне концентрации собственности, структуре и составе совета директоров, полномочиях высшего управленческого звена, финансовой отчетности, системе вознаграждения<sup>2</sup>.

Как и в странах Восточной Европы, в России особенности формирования частной собственности (опасность рейдерства, затраты на сохранение собственности, низкая защищенность акционеров на начальном этапе) привели к возникновению специфических механизмов корпоративного контроля, *преобладанию инсайдерского варианта владения компанией с совмещением права владения и права управления*.

---

<sup>1</sup> Дементьева А., Калужнова Е., Соколова М. Влияние глобализации на конвергенцию моделей корпоративного управления // Международные процессы. – 2018. – Т. 16, № 4. – С. 125.

<sup>2</sup> Там же. – С. 126.

Таблица 4 – Типология моделей корпоративного управления

Сущность модели	Участники (первичные/внутренние стейкхолдеры)	Решаемые вопросы					
		Кадровые (назначение генерального директора)	Опера- тивное управление	Страте- гическое плани- рование	Вознагра- ждение топ-менедж- мента	Контроль финансовой деятель- ности	Распре- деление прибыли
<b>Биржевая модель</b>							
1. «Распыленная» собственность. 2. Развитый фондовый рынок. 3. Высокие требования к раскрытию информации	Акционеры						
	Совет директоров	*		*			
	Независимые комитеты			*	*	*	*
	Генеральный директор		*				*
<b>Банковская модель</b>							
1. Концентрированная собственность. 2. Участие в управлении различных групп стейкхолдеров. 3. Раскрытие информации в меньшем объеме. (по сравнению с биржевой моделью) 4. Сильное влияние банков	Акционеры			*			*
	Наблюдательный совет	*	*		*	*	
	Правление		*				
	Генеральный директор		*				
<b>Клановая модель</b>							
1. Корпорации созданы в виде финансово-промышленных групп вокруг головного банка 2. Высокая концентрация собственности. 3. Низколиквидный фондовый рынок. 4. Значительная роль государства	Акционеры			*	*	*	*
	Совещание президентов головных компаний	*	*				
	Совет директоров	*	*				
	Генеральный директор		*				

Продолжение таблицы 4

Сущность модели	Участники (первичные/внутренние стейкхолдеры)	Решаемые вопросы					
		Кадровые (назначение генерального директора)	Опера- тивное управление	Страте- гическое плани- рование	Вознагра- ждение топ-менедж- мента	Контроль финансовой деятель- ности	Распре- деление прибыли
<b>Семейная модель</b>							
1. Пирамидальное построение бизнес- группы с контролем головным семей- ным холдингом. 2. Низкая информационная прозрач- ность. 3. Незащищенность прав миноритариев	Головной семейный холдинг	*		*	*	*	*
	Совет директоров		*	*			
	Генеральный директор		*				
<b>Российская модель</b>							
1. Высококонцентрированная соб- ственность. 2. Государство – крупный собственник. 3. Слаборазвитый финансовый рынок. 4. Раскрытие информации один раз в год	Общее собрание акцио- неров	*		*		*	*
	Совет директоров	*		*	*		
	Генеральный директор		*		*		
Примечание – Составлено автором.							

В отличие от широко изученных стран с англосаксонской моделью корпоративного управления, Россия стремилась к немецким и японским моделям с точки зрения высокой концентрации собственности<sup>1</sup>. Согласно последним исследованиям, 75 % акций почти в половине из топ-93 российских компаний, торгуемых на бирже, принадлежат одному или нескольким взаимосвязанным владельцам. Для сравнения: в 90 % акционерных компаний Великобритании нет доминирующего акционера с долей участия более чем 25 %<sup>2</sup>.

Еще одна особенность корпоративного управления в России касается организационной культуры, которая традиционно характеризуется терпимостью к авторитаризму и сильной ориентацией на коллективизм в ущерб ценностям индивидуализма. Это полная противоположность западному демократическому стилю управления<sup>3</sup>.

Согласно Федеральному закону от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах», корпорации в России должны иметь руководящий и исполнительный органы. Руководящим органом является общее собрание акционеров (членов), отвечающее за стратегические решения в организации. Исполнительный орган осуществляет контроль за ежедневными операциями. Закон предусматривает как одноуровневую, так и двухуровневую корпоративную структуру. В первом случае исполнительный орган может быть представлен только генеральным директором. Во втором случае предусмотрен коллегиальный исполнительный орган с генеральным директором во главе, обычно называемый правлением. Кроме того, исполнительные функции могут делегироваться управляющей компании.

Наличие дополнительного руководящего органа – совета директоров – является обязательным для корпорации с числом акционеров, превышающим 50, и носит добровольный характер для общества с ограниченной ответственностью. В случае учреждения совет директоров избирается общим собранием акционеров путем кумулятивного голосования (в акционерном обществе) или общим собра-

---

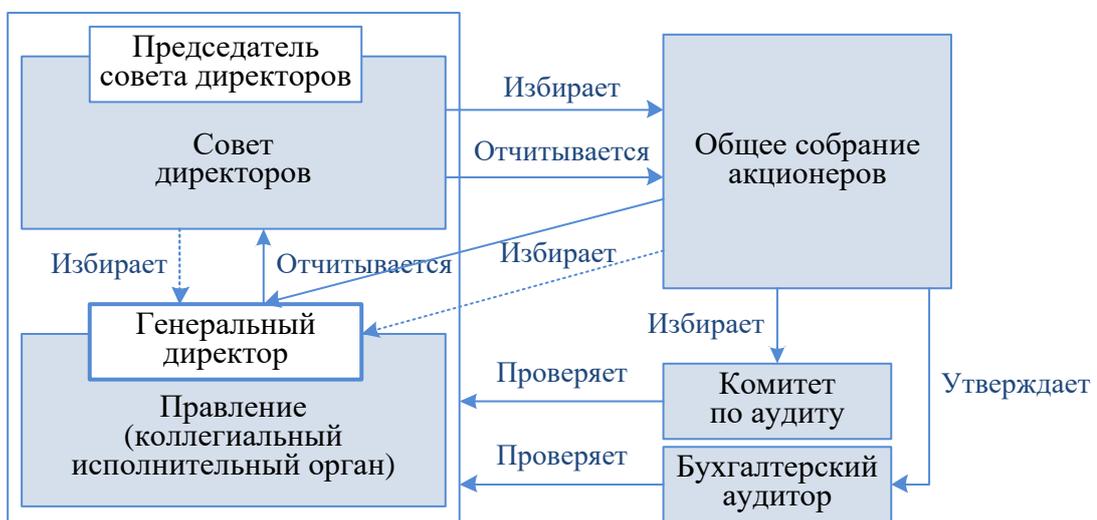
<sup>1</sup> Shleifer A., Vishny R. W. A survey of corporate governance // *Journal of finance*. – 1997. – No. 52. – P. 737–783.

<sup>2</sup> OECD Principles of corporate governance. – Paris: OECD Pub., 1999. – 48 p.

<sup>3</sup> Abe N., Iwasaki I. Organisational culture and corporate governance in Russia: A study of managerial turnover // *Post-Communist Economies*. – 2010. – Vol. 22, no. 4. – P. 449–470.

нием участников простым большинством голосов или кумулятивным голосованием (в обществе с ограниченной ответственностью). Совет директоров занимается вопросами стратегического планирования, созыва общего собрания акционеров и разработки повестки, выдвижением предложения о размере дивидендных выплат, выпуске облигаций и акций. Количество директоров варьируется от 5 до 9, если количество голосующих акционеров превышает 1000 и 10 000 соответственно. Примечательно, что генеральный директор не может быть избран на пост председателя совета директоров.

Модель корпоративного управления в России представлена на рисунке 3.



Примечание – Составлено автором по: Iwasaki I. Global financial crisis, corporate governance, and firm survival: the Russian experience // Journal of comparative economics. – 2014. – Vol. 42, no. 1. – P. 178–211.

Рисунок 3 – Модель корпоративного управления в российских организациях

Все перечисленные *специфические черты российской модели корпоративного управления определяют взаимодействие между основными стейкхолдерами организации и напрямую влияют на результативность управления организацией.* Несмотря на эволюцию корпоративного управления в России, среди особенностей российской модели корпоративного управления главными являются:

- 1) устойчивость концентрированного контроля;

2) принципиально важная роль государства как собственника, несмотря на снижение доли государства и рост доли аутсайдеров;

3) высокая доля инсайдерского контроля и контроля со стороны генерального директора – собственника.

В целом под *корпоративным контролем* понимается контроль внешних и внутренних процессов корпоративного взаимодействия, направленных на ресурсное обеспечение корпорации в соответствии с ее стратегической целью<sup>1</sup>.

Понятие корпоративного контроля наиболее изучено в юридическом аспекте применительно к вопросам, связанным с нарушением законодательства о неправомерном переходе прав собственности. Изучение экономических аспектов корпоративного контроля обусловлено одной из базовых функций менеджмента – информированием субъекта, принимающего решения, о параметрах среды, объектах управления и процессах относительно цели управления. Согласно определению, контроль в корпоративном управлении может иметь внешний и внутренний векторы (таблица 5).

*С точки зрения стейкхолдерского подхода* корпоративное управление – это «система отношений, складывающихся в процессе формирования стратегий и их реализации на тактическом уровне между собственниками (акционерами) организации, руководителями высшего звена (директорами), менеджерами нижестоящих уровней, а также другими заинтересованными лицами (стейкхолдерами), направленная на обеспечение устойчивого развития организации и максимально полное удовлетворение интересов всех заинтересованных лиц»<sup>2</sup>.

По мнению Л. Н. Левановой, «в соответствии с теорией заинтересованных сторон корпорация имеет определенные обязательства по отношению не только к своим акционерам, но и к различным заинтересованным группам – стейкхолдерам: кредиторам, сотрудникам, клиентам, поставщикам, потребителям, государ-

---

<sup>1</sup> Кириллова О. Ю. Формирование института корпоративного контроля в экономической практике Российской Федерации // Новые тенденции в развитии корпоративного управления и бизнеса: материалы междунар. науч.-практ. конф. (Екатеринбург, 9 ноября 2017 г.). – Екатеринбург: Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2017. – С. 50.

<sup>2</sup> Исаев Д. Сущность корпоративного управления: современный взгляд // Проблемы теории и практики управления. – 2007. – № 7. – С. 68.

ству и др. В результате руководство организации должно быть подконтрольно всем этим группам, чтобы интересы корпорации максимально приближались к интересам общества»<sup>1</sup>.

Таблица 5 – Виды корпоративного контроля

Уровень корпоративного контроля по отношению к организации	Субъект корпоративного контроля	Объект корпоративного контроля	Характеристика	Механизмы контроля
Внешний	Государство	Организация корпоративного типа	Контроль соблюдения действующего законодательства	Корпоративное законодательство
	Рынок слияний и поглощений	Организация корпоративного типа	Контроль, осуществляемый с возможностью враждебного слияния или поглощения	Фондовый рынок, механизмы банкротства
	Банк России	Торгуемые публичные акционерные общества	Соблюдение кодекса корпоративного управления	Механизмы размещения акций на фондовом рынке
Внутренний	Акционеры	Совет директоров	Совет директоров избирается общим собранием и отчитывается перед ним	Проведение общего собрания акционеров, устав, ревизионная комиссия
		Генеральный директор	Генеральный директор назначается общим собранием акционеров и отчитывается перед ним	Ревизионная комиссия
	Совет директоров	Генеральный директор	Контроль соответствия действий руководителя интересам акционеров	Контракт
	Генеральный директор	Подразделения организации	Контроль исполнения целевых показателей, заданных общим собранием акционеров, советом директоров и генеральным директором	Положения об отделах и службах, контракты, должностные инструкции
Примечание – Составлено автором.				

<sup>1</sup> Леванова Л. Н. Особенности отношений «принципал-агент» или «инсайдерский капитализм» в корпоративном управлении российских предприятий // Известия Саратовского университета. Новая серия. Серия: Экономика. Управление. Право. – 2010. – Т. 10, № 1. – С. 52.

Обеспечение надлежащего внешнего и внутреннего корпоративного контроля является вопросом первостепенной важности для компаний в странах с переходной экономикой. Во-первых, здесь существует серьезная проблема «агент – принципал», вызванная отсутствием защиты инвесторов и неудовлетворительным соблюдением прав собственности. Во-вторых, в таких странах развит рынок враждебных слияний и поглощений<sup>1</sup>.

Считается, что акционеры полагаются на механизмы внутреннего и внешнего корпоративного контроля, чтобы решить агентскую проблему, возникающую из-за разделения собственности и контроля в современных корпорациях<sup>2</sup>. Сравнительный анализ 1 500 фирм, входящих в рейтинг S&P, с целью оценки эффективности механизмов корпоративного управления показал, что высокая прибыль достигается при наличии комбинации механизмов контроля, так как они могут замещать и (или) дополнять друг друга<sup>3</sup>.

Поскольку многие организации сталкиваются с агентской проблемой и оппортунистическим поведением менеджмента, актуальной является задача снижения конфликта интересов и минимизации эффекта агентских издержек. Разработка и применение на практике определенных схем оптимизации агентских издержек подразумевает наличие управляющего субъекта, управляемого объекта и инструментария, с помощью которого осуществляется управление<sup>4</sup>. Управление агентскими издержками фактически сводится к построению эффективной системы взаимодействия сторон внутри корпорации. Исследователи в области корпоративного управления приходят к следующему выводу: хотя полный контроль за целесообразностью и обоснованностью управленческих действий менеджеров не-

---

<sup>1</sup> Маричева Н. Н., Рогова Е. М. Влияние враждебных поглощений на стоимость акций приобретающих компаний: российская и европейская практика // Корпоративные финансы. – 2016. – Т. 10, № 4. – С. 68–82.

<sup>2</sup> Huson M. R., Parrino R., Starks L. T. Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: a long-term perspective // The Journal of Finance. – 2001. – Vol. 56, no. 6. – P. 2265–2297.

<sup>3</sup> Misangyi V. F., Acharya A. G. Substitutes or complements? A configurational examination of corporate governance mechanisms // Academy of Management Journal. – 2014. – Vol. 57, no. 6. – P. 1681–1705.

<sup>4</sup> Ковалев В. В., Либман А. В. Управление агентскими издержками в корпорации: введение в проблему // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. – 2001. – № 4. – С. 47–60.

возможен, все же совокупное влияние дисциплинирующих внутренних и внешних факторов позволяет высшему руководству в целом действовать в интересах корпорации и собственников ее ресурсов<sup>1</sup> (таблица 6).

Таблица 6 – Матрица механизмов корпоративного контроля

Механизмы корпоративного контроля	Внутренние		Внешние	
	Механизм	Содержание	Механизм	Содержание
<b>Организационно-правовые</b> – связаны с функционированием отлаженной структуры корпоративного управления и наличием законодательства, регулирующего правоотношения субъектов корпоративного управления	Структура корпоративного управления	Проведение общего собрания акционеров, контроль со стороны совета директоров, ревизионная комиссия, комитеты	Законодательство по защите прав инвесторов	Контроль со стороны государства за соблюдением корпоративного законодательства
			Конкуренция на рынке топ-менеджеров	В условиях конкуренции топ-менеджеры вынуждены достигать ведущих позиций по показателям капитализации, стоимости бренда
			Качественная среда профессионального развития	Деятельность ведущих университетов по исследованию проблем управления, обучению и консультированию управленцев всех уровней
<b>Экономические</b> – создают условия, при которых менеджменту экономически невыгодно действовать в ущерб интересам поставщиков капитала	Преобладание крупного акционера в корпорации	Мажоритарные акционеры имеют возможность влиять на процессы корпоративного управления	Рынок корпоративного контроля	Падение курса акций делает компанию более легким объектом для поглощения, за которым обычно следует смена руководства

<sup>1</sup> Сафронов Н. А., Волков Л. В. Несовершенство системы корпоративного управления – основная причина несостоятельности российских предприятий // Финансы и кредит. – 2001. – № 1 (73). – С. 35–42.

Продолжение таблицы 6

Механизмы корпоративного контроля	Внутренние		Внешние	
	Механизм	Содержание	Механизм	Содержание
	Участие менеджеров в акционерном капитале управляемых корпораций	Участие менеджеров в акционерном капитале может сгладить агентскую проблему путем конвергенции интересов	Рынок труда	Падение курса акций является плохим сигналом не только для нынешних, но и для будущих работодателей менеджера
	Увязка вознаграждения менеджеров с состоянием дел в корпорации	Установление вознаграждения генерального директора в зависимости от результативности управления	Рынок капитала	Падение курса акций ухудшает условия, на которых руководство корпорации может привлечь дополнительный капитал
	Контроль со стороны совета директоров корпорации	Совет директоров формирует стратегическую программу развития организации и контролирует текущее управление		
	Контроль со стороны кредиторов, механизм банкротства	Кредиторы организации при условии невыполнения обязательств перед ними могут запустить процедуру банкротства		
<p>Примечание – Составлено автором по: Либман А. В. Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорации // Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент. – 2005. – № 1. – С. 123–140.</p>				

Принципиально важным моментом в формировании исследовательской программы диссертации является признание дуальной позиции генерального директора организации в корпоративном управлении и контроле. С одной стороны, генеральный директор является объектом корпоративного контроля, так как подчиняется общему собранию акционеров и совету директоров организации, а в широком

смысле – подотчетен всем стейкхолдерам организации. Вместе с тем генеральный директор является субъектом корпоративного контроля по отношению к организации, ее подразделениям и работникам. Такой дуализм позиции генерального директора затрудняет понимание результативности его деятельности, его роли в достижении организационной эффективности. При этом нахождение на посту неэффективного генерального директора представляется самым дорогостоящим проявлением проблем корпоративного управления, поскольку имеет длительные негативные последствия для эффективности организации (рисунок 4).



Примечание – Составлено автором.

Рисунок 4 – Дуализм роли генерального директора в корпоративном управлении и контроле

При этом важно понимать, что *результативность деятельности генерального директора и его роль в корпоративном управлении* (возможность принимать решения) будет зависеть от пучка полномочий, обусловленного моделью корпоративного управления и контроля.

По мнению Л. Н. Левановой, «...в зависимости от концентрации собственности будут доминировать те или иные методы и механизмы его разрешения»<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Леванова Л. Н. Особенности отношений «принципал-агент» или «инсайдерский капитализм» в корпоративном управлении российских предприятий // Известия Саратовского университета. Новая серия. Серия: Экономика. Управление. Право. – 2010. – Т. 10, № 1. – С. 55.

Ключевой характеристикой инсайдерских моделей корпоративного управления является не «капитализм управляющих» как наемных работников высшего уровня, а «капитализм управляющих», ставших собственниками<sup>1</sup>. В том же время участие менеджеров в акционерном капитале как внутренний экономический механизм позволяет привести интересы менеджеров в соответствие с интересами собственников организации, поскольку в этом случае они тоже будут собственниками. Конвергенция интересов снижает оппортунистическое поведение топ-менеджмента.

Соответственно, в аутсайдерской модели полномочия генерального директора не превышают полномочия любого наемного работника, имеющего определенный набор прав и обязательств, закрепленных трудовым контрактом.

Определение степени взаимосвязи интенсивности и качества работы топ-менеджеров и эффективности деятельности организации является одной из проблем корпоративного управления и стратегического управления организацией в целом и зависит от различных факторов.

Во-первых, по причине непрозрачности финансовых систем некоторых компаний зачастую достаточно сложно измерить истинный финансовый результат.

Во-вторых, результат деятельности организации также зависит от различных внешних факторов.

В-третьих, баланс между ролями генерального директора в корпорации – как субъекта и (или) как объекта – определяет его возможности влиять на то, как оценивают результативность его управления. Остановимся подробнее на разъяснении третьего фактора.

Согласно критическому анализу подходов, объясняющих роль генерального директора в организации (п. 1.2 диссертации), наиболее перспективным является одно из направлений неинституционализма – теория «агент – принципал» (теория агентской проблемы, которая в диссертационном исследовании во многом рассматривается как частный случай стейкхолдерского подхода). Именно она мо-

---

<sup>1</sup> Леванова Л. Н. Особенности отношений «принципал-агент» или «инсайдерский капитализм» в корпоративном управлении российских предприятий // Известия Саратовского университета. Новая серия. Серия: Экономика. Управление. Право. – 2010. – Т. 10, № 1. – С. 53.

жет послужить теоретико-методологической платформой нашего диссертационного исследования.

Согласно А. В. Либману<sup>1</sup>, развитие данной теории происходило в три этапа:

1) позитивная агентская теория (positive theory of agency) проповедует нематематический ситуационный подход и уделяет большое внимание изучению конкретных ситуаций, влиянию физического и человеческого капитала<sup>2</sup>;

2) теория отношений «принципал – агент» (principle-agent literature) имеет математическую направленность, концентрируется на моделировании и делает акцент на влиянии предпочтений сторон по контракту, истоках неопределенности и информационной асимметрии<sup>3</sup>;

3) теория заинтересованных сторон (stakeholder-agency theory), которая фактически представляет собой *совмещение предпосылок агентской теории и теории заинтересованных сторон*<sup>4</sup> и предполагает, что менеджер должен руководствоваться не только интересами поставщиков капитала, но и всех сторон. Организация рассматривается как сеть контрактов между менеджментом и заинтересованными сторонами.

Теория утверждает, что в классической корпорации (в которой пул акционеров достаточно широк) действия генерального директора (агента) по текущему управлению отличаются от тех, которые требуются для максимизации прибыли

---

<sup>1</sup> Либман А. В. Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорации // Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент. – 2005. – № 1. – С. 123–140.

<sup>2</sup> См., например: Fama E. F., Jensen M. C. Separation of ownership and control // The journal of law and economics. – 1983. – Vol. 26, no. 2. – P. 301–325; Fama E. F., Jensen M. C. Agency problems and residual claims // Journal of law and economics. – 1983. – Vol. 26, no. 2. – P. 327–349; Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure // Journal of financial economics. – 1976. – Vol. 3, no. 4. – P. 305–360; Myers S. C. Determinants of corporate borrowing // Journal of financial economics. – 1977. – Vol. 5, no. 2. – P. 147–175; Smith C. W., Warner J. B. On financial contracting: an analysis of bond covenants // Journal of financial economics. – 1979. – Vol. 7, no. 2. – P. 117–161.

<sup>3</sup> См., например: Harris M., Raviv A. Some results on incentive contracts with applications to education and employment, health insurance, and law enforcement // The American economic review. – 1978. – Vol. 68, no. 1. – P. 20–30; Hölmstrom B. Moral hazard and observability // The Bell journal of economics. – 1979. – Vol. 10, iss. 1. – P. 74–91; Ross S. A. The economic theory of agency: the principal's problem // The American economic review. – 1973. – Vol. 63, no. 2. – P. 134–139; Spence M., Zeckhauser R. Insurance, information, and individual action // American economic review. – 1971. – Vol. 61, no. 2. – P. 380–387.

<sup>4</sup> Hill C. W. L., Jones T. M. Stakeholder-agency theory // Journal of management studies. – 1992. – Vol. 29, no. 2. – P. 131–154.

акционеров (принципалов)<sup>1</sup>. В результате этих действий могут возникнуть так называемые агентские издержки (agency costs) – снижение прибыли по сравнению с той, которую получали бы владельцы, если бы осуществляли контроль над корпорацией напрямую<sup>2</sup>. Агентская проблема (agency problem) в корпоративном управлении представляет собой противоречие интересов менеджеров и поставщиков капитала, которое возникает по причине отсутствия стремления менеджеров к максимизации доходов на инвестированные средства.

Теория агентской проблемы направлена на изучение управленческого оппортунистического поведения, которое включает злоупотребления топ-менеджеров своим служебным положением и получением благ в дополнение к основному заработку в ущерб интересам акционеров. А. Е. Шаститко классифицирует формы оппортунистического поведения по трем признакам<sup>3</sup>:

- 1) грубый оппортунизм, при котором происходит намеренное, осознанное нарушение условий контракта для достижения своих интересов;
- 2) стратегический оппортунизм, проявляющийся в асимметричном распределении информации, позволяющей скрыть часть действий одной стороны от другой;
- 3) естественный оппортунизм – отступление от условий ранее заключенного контракта вследствие изменения обстоятельств.

Е. В. Попов и В. Л. Симонова систематизировали факторы, от которых зависит степень оппортунистического поведения по отношению к индивиду, на две большие группы: внутренние (личностно-психологические) и внешние<sup>4</sup> (таблица 7).

Одним из основных условий возникновения оппортунистического поведения является *асимметрия информации* (asymmetric information) – ситуация, при которой управляющие предприятием лучше инвесторов (поставщиков капитала)

---

<sup>1</sup> Pratt J. W., Zeckhauser R., Arrow K. J. Principals and agents: the structure of business. – Boston: Harvard Business School Press, 1991. – 241 p.

<sup>2</sup> Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure // Journal of financial economics. – 1976. – Vol. 3, no. 4. – P. 305–360.

<sup>3</sup> Шаститко А. Е. Новая институциональная экономическая теория. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Теис, 2002. – 591 с.

<sup>4</sup> Попов Е., Симонова В. Эндогенный оппортунизм в теории «принципала-агента» // Вопросы экономики. – 2005. – № 3. – С. 118–130.

информированы о положении дел в организации<sup>1</sup> и в силу этого в своих личных целях могут предоставлять акционерам искаженные или неполные сведения (неблагоприятный отбор (adverse selection)).

Таблица 7 – Факторы, от которых зависит степень оппортунистического поведения индивида

Группа факторов	Факторы	Характеристика фактора
<b>Внутренние по отношению к индивиду</b>		
Личностно-психологические	Ценностные ориентации	Ценностные ориентации – это устойчивое отношение человека к чему-либо, закрепленное жизненным опытом, восприятие человеком предметов, явлений, поведения и т. д.
	Психологическая зрелость	Автономия (возможность пользоваться определенной свободой и считаться с ограничениями), чувство реальности и способность реально оценивать факторы, ответственность за выполняемые функции, склонность к сотрудничеству с другими
	Потребности	Особое внутреннее (субъективное) ощущение нужды человека, определяющее его зависимость от определенных условий и средств существования. Потребности дают импульс, направляют, поддерживают и прекращают поведение индивида
	Склонность к риску	Индивид, негативно относящийся к риску, предпочитает меньший определенный доход большему неопределенному
	Восприятие вознаграждения	Соответствие вознаграждения прилагаемым усилиям, а также сопоставление усилий и вознаграждения с усилиями и вознаграждениями других лиц, находящихся в схожих рабочих ситуациях
<b>Внешние по отношению к индивиду</b>		
Социально-институциональные факторы	Корпоративная культура	Система формальных и неформальных норм и правил, регламентирующих поведение работников внутри организации. Уровень корпоративной культуры характеризуется главными (стержневыми) ценностями организации, а также степенью их одобрения работниками и системой контроля за их соблюдением

<sup>1</sup> Akerlof G. A. The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism // The quarterly journal of economics. – 1970. – Vol. 84. – P. 488–500.

## Продолжение таблицы 7

Группа факторов	Факторы	Характеристика фактора
	Характеристики группы, к которой принадлежит индивид	Численность и состав группы: чем многочисленнее и неоднороднее состав участников, тем сложнее выработать единые нормы. Стабильность группы. Система отношений в группе. Частота коммуникаций
	Система стимулирования	Система денежного стимулирования. Система неденежного поощрения. Система наказания
Технологические факторы	Размер предприятия	Чем крупнее организация, тем сложнее руководителю установить тесную связь между вознаграждением и личным вкладом
	Сложность технологического процесса	Чем сложнее технологический процесс, тем в меньшей степени деятельность агента поддается непосредственному наблюдению принципала и тем в меньшей степени о ней возможно однозначно судить по ее конечным результатам
	Характер выполняемых работ	1. Соотношение рутинной и творческой составляющих трудовой деятельности. Легче контролировать и предотвращать оппортунистическое поведение человека, занимающегося рутинным трудом. 2. Степень специфичности/универсальности труда: чем выше степень специфичности труда, тем сложнее найти адекватную замену и тем выше степень оппортунистического поведения
<p>Примечание – Составлено автором по: Попов Е., Симонова В. Эндогенный оппортунизм в теории «принципала-агента» // Вопросы экономики. – 2005. – № 3. – С. 118–130.</p>		

Среди наиболее распространенных форм проявления оппортунизма менеджеров можно выделить: воровство, нерациональное использование ресурсов организации, сокрытие сведений о реальном положении фирмы на рынке, неисполнение обязательств, работу с низкой отдачей, заключение высокорискованных или фиктивных сделок, передачу инсайдерской информации конкурентам, нанесение вреда репутации фирмы и т. д. Все это, разумеется, негативно сказывается на ключевых показателях деятельности корпорации<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Козлова Е. В. Формы проявления оппортунистического поведения менеджеров в крупных российских корпорациях // Вестник Челябинского государственного университета. – 2011. – № 32. – С. 79.

Особое внимание в неоинституциональной экономической теории уделяется явлению совмещения функций управляющего и собственника, агента и принципала. Ученые ввели в оборот две гипотезы, предположив две модели поведения менеджера как долевого собственника:

1) гипотеза о конвергенции интересов (*convergence of interests*)<sup>1</sup> рассматривает зависимость стоимости организации от доли крупного акционера, который одновременно является ее менеджером. Гипотеза состоит в том, что чем больше доля крупного акционера-менеджера в капитале организации, тем менее выгодно ему отвлекать ресурсы организации на личное потребление. Поэтому организация дешевет по мере уменьшения доли собственника-менеджера в ее капитале;

2) гипотеза об «окопавшихся» менеджерах (*entrenchment hypothesis*)<sup>2</sup> базируется на признании того факта, что в качестве механизма, дисциплинирующего менеджмент, наиболее эффективна угроза враждебного поглощения организации. Смысл «окапывания» состоит в том, что обладание менеджерами большой долей акций организации затрудняет враждебное поглощение. Если они «окопались», т. е. сумели завладеть достаточно весомой долей акций организации, то их дисциплина ослабляется: им не угрожает ни потеря работы, ни утрата социального положения. Кроме того, существуют опасения, что «окапывание» подталкивает менеджеров к чрезмерной осторожности в принятии управленческих решений, что может привести к снижению темпов развития организации<sup>3</sup>.

В работе R. Morck, A. Shleifer, R. W. Vishny<sup>4</sup> показано, что разные гипотезы верны для различных уровней концентрации капитала. На основе анализа 370 компаний из списка Fortune 500 установлено, что при росте доли менеджеров от 0 до 5 % рыночная стоимость организации растет, затем с ростом доли до 25 % – падает, а потом снова растет. Авторы исследования полагают, что рост стоимости ор-

---

<sup>1</sup> Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure // Journal of financial economics. – 1976. – Vol. 3, no. 4. – P. 305–360.

<sup>2</sup> Morck R., Shleifer A., Vishny R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis // Journal of financial economics. – 1988. – Vol. 20. – P. 293–315.

<sup>3</sup> Либман А. В. Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорации // Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент. – 2005. – № 1. – С. 133.

<sup>4</sup> Morck R., Shleifer A., Vishny R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis // Journal of financial economics. – 1988. – Vol. 20. – P. 293–315.

ганизации отражает усиление конвергенции интересов, а падение – усиление «окопанности».

Однако в исследовании J. McConnell и H. Servaes получены иные выводы<sup>1</sup>. Отрицательное воздействие «окапывания» менеджмента обнаруживается лишь в ситуациях, когда управляющему персоналу принадлежит не менее 50–60 % всех акций корпорации. Сходные выводы сделали H. Short и K. Keasey<sup>2</sup>.

Основную причину расхождения результатов этих исследований определил S. Kole<sup>3</sup> – это размер выборки. В крупных корпорациях, где можно наблюдать наибольшую степень «распыления» акционерной собственности, существенно ниже оказывается и тот порог, за которым менеджер как владелец акций может реализовать механизмы акционерного контроля.

Систематизация возможных схем оппортунизма генерального директора и механизмов их сглаживания представлена в таблице 8.

Таблица 8 – Возможные схемы оппортунизма генерального директора и механизмы их сглаживания

Схемы оппортунизма	Механизмы сглаживания оппортунизма	
	внутренние	внешние
Минимизация усилий генерального директора по управлению в связи с недостаточной осведомленностью собственников (асимметрия информации и неблагоприятный отбор)	Участие генерального директора в акционерном капитале организации. Увязка вознаграждения генерального директора с результатами деятельности организации;	Рынок акций: снижение котировок акций организации облегчает поглощение организации, после которого следует смена генерального директора. Рынок капитала: ухудшение финансовых показателей может привести к ухудшению условий привлечения заемного капитала.
Возможность генерального директора осуществлять действия, не направленные на повышение благосостояния организации, в связи с неполнотой контрактов	Наличие механизма отсроченного вознаграждения. Контроль деятельности генерального директора советом директоров.	

<sup>1</sup> McConnell J. J., Servaes H. Additional evidence on equity ownership and corporate value // Journal of Financial economics. – 1990. – Vol. 27, no. 2. – P. 595–612.

<sup>2</sup> Short H., Keasey K. Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK // Journal of corporate finance. – 1999. – Vol. 5, no. 1. – P. 79–101.

<sup>3</sup> Kole S. R. Measuring managerial equity ownership: a comparison of sources of ownership data // Journal of Corporate Finance. – 1995. – Vol. 1, no. 3–4. – P. 413–435.

## Продолжение таблицы 8

Схемы оппортунизма	Механизмы сглаживания оппортунизма	
	внутренние	внешние
Стремление к увеличению собственного благосостояния за счет организации и собственников, так называемые привилегии менеджмента	Наличие крупного акционера. Механизм банкротства и контроль со стороны кредиторов	Рынок труда: ухудшение финансовых показателей организации может сказаться на дальнейшее трудоустройство генерального директора
Примечание – Составлено автором.		

Роль генерального директора как субъекта управления при этом предполагает контроль за эффективностью деятельности работников организации (исполнителей). В этом случае генеральный директор выступает как принципал, а работники – как агенты. По оценкам менеджеров, отлынивание приводит к снижению результативности деятельности работника в среднем на 27 %, небрежность увеличивает затраты в среднем на 25 %, использование служебного положения – на 14 %<sup>1</sup>.

Таблица 9 – Роль генерального директора в инсайдерской и аутсайдерской моделях корпоративного контроля

Критерии	Инсайдерская модель	Аутсайдерская модель
Уровень формализации отношений	Возможно наличие неформальных взаимоотношений с ключевым собственником	Роль строго формализована
Способ найма генерального директора	Личные контакты, рекомендации	Рынок труда
Полномочия для принятия решений	Оперативные и стратегические	Оперативные
Уровень информационной асимметрии	Более высокая информированность	Возможно наличие информационной асимметрии
Контроль деятельности генерального директора	Может осуществляться непосредственно крупным акционером	Советом директоров
Примечание – Составлено автором.		

<sup>1</sup> Козлова Е. В. Формы проявления оппортунистического поведения менеджеров в крупных российских корпорациях // Вестник Челябинского государственного университета. – 2011. – № 32. – С. 78–81.

Вышеприведенные результаты теоретических и практических исследований еще раз доказывают необходимость уточнения влияния характеристик и деятельности генерального директора на результаты организации (таблица 9).

### **Выводы по главе 1**

1. Развита научная представления о содержании корпоративного управления и контроля в организации. Определена специфика российской модели корпоративного управления и контроля. Доказано, что в настоящее время российские организации находятся на стадии корпоративного управления, направленного на достижение внутриорганизационной эффективности.

2. На основе изучения этапов развития и специфики российской модели корпоративного управления установлена значимая роль генерального директора в достижении результатов деятельности организации. Исследованы теоретические подходы и концепции, объясняющие позицию генерального директора, влияние его личностных и иных характеристик на результаты деятельности организации. Сформирована исследовательская программа диссертации, теоретико-методологической основой которой выступают теория «агент – принципал» и стейкхолдерская теория.

3. Доказана дуальная роль генерального директора в корпоративном управлении, заключающаяся в том, что он выступает одновременно объектом и субъектом (агентом и принципалом) корпоративного контроля. Выделены формы оппортунизма управляющих, систематизированы механизмы сглаживания агентской проблемы. Доказано, что баланс между ролями генерального директора в организации – как субъекта и (или) как объекта – зависит от типа модели корпоративного управления (инсайдерский или аутсайдерский) и определяет возможность генерального директора влиять на то, как оценивают результативность его управления.

## **2 Исследование смены генеральных директоров в организациях корпоративного типа**

### **2.1 Детерминанты смены генеральных директоров в организациях корпоративного типа**

Генеральный директор является лицом, реализующим стратегию развития организации, принимающим оперативные решения в отношении инвестиций, производства, распределения ресурсов, выхода на новые рынки, несет ответственность за результаты деятельности организации. Смена руководителя в большинстве случаев является шоком для организации, особенно если происходит незапланированно и в связи с его преждевременной отставкой. Приход нового лидера может неоднозначно повлиять на внутрифирменные и рыночные показатели эффективности деятельности организации.

Под *сменой руководителя* понимается его увольнение, которое приводит к его уходу из организации или уходу с должности генерального директора. Право увольнять генерального директора в российских акционерных организациях находится в компетенции общего собрания акционеров, если оно не передается совету директоров, что должно быть прямо указано в уставе (последний случай редок). В этом смысле в России, как и в США, совет директоров традиционно играет решающую роль в обеспечении соответствия действий руководителей интересам акционеров<sup>1</sup>.

В последние десятилетия количество смен генеральных директоров компаний постепенно возрастает, увеличившись в полтора раза с менее 10 % в 2001 г. до 15 % от общего количества компаний к концу 2016 г. В настоящее время Россия

---

<sup>1</sup> Директора и топ-менеджеры: союзники или соперники? Опрос членов советов директоров российских компаний – 2017. – URL: <https://www.pwc.ru/ru/corporate-governance/assets/russian-boards-survey-2017-rus.pdf>. (дата обращения: 10.09.2018).

вместе с Бразилией и Индией демонстрирует самый высокий показатель по сравнению с другими странами. Примерно одна из пяти ведущих по рыночной капитализации компаний в этих странах ежегодно меняет руководителя. Несмотря на значительное сокращение доли этих компаний в 2016 г., сменяемость исполнительной власти в странах БРИК по-прежнему являются движущей силой смены генеральных директоров. Медианная продолжительность пребывания в должности в крупных организациях (2 500 по миру) составляет около пяти лет<sup>1</sup>.

В исследовании PwC<sup>2</sup> отмечено, что в период 1995–2003 гг. в промышленности России существовало два типа организаций. В одном высшее руководство прочно закрепилось на продолжительный срок. В другом директора менялись многократно по истечении небольших временных промежутков, в результате при довольно высоком среднем количестве смен (в 10 % организаций ежегодно) директорский корпус не обновился полностью: примерно на 40 % организаций руководители сохранили свою позицию еще с доприватизационного периода. Средний стаж работы генерального директора варьировался в промежутке 8–10 лет.

В организациях, входящих в S&P 500, с 1993 по 2003 г. число смен генеральных директоров значительно колебалось (в 1993 г. составляло 8,6 %, в 2000 и 2001 гг. выросло до 17,8 % и 22,1 % соответственно, к 2003 г. снизилось до уровня 12 %) <sup>3</sup>.

Поскольку добровольные отставки не отражают эффективность корпоративного управления, ученые могут рассматривать только случаи принудительного (вынужденного) замещения<sup>4</sup>. Однако на практике причины смены руководителей довольно сложно отследить. Часто отставка генерального директора формально объясняется его возрастом, сроками объявления об увольнении, его дальнейшей

---

<sup>1</sup> Global findings. 2016 CEO Success Study / PwC. – 2017. – URL: <https://www.pwc.es/es/publicaciones/strategy-and/assets/global-findings-2016-ceo-success-study.pdf> (дата обращения: 12.03.2020).

<sup>2</sup> Капелюшников Р. И., Демина Н. В. Обновление высшего менеджмента российских промышленных предприятий: свидетельства «Российского экономического барометра» // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Т. 3, № 3. – С. 27–42.

<sup>3</sup> Coates J., Kraakman R. CEO tenure, performance and turnover in S&P 500 companies. – Cambridge, MA: Harvard Law School, 2007. – 45 p. – (John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Discussion Paper, No. 595).

<sup>4</sup> Hermalin B. E., Weisbach M. S. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO // American Economic Review. – 1998. – Vol. 88, no. 1. – P. 96–118.

работой в совете директоров<sup>1</sup>. Такой подход может приводить к ошибочной классификации и снижению случаев принудительной отставки в расчетах. Поэтому многие исследователи пренебрегают выяснением причин смены директора, фиксируя факт его отставки как таковой.

Поскольку вопрос выяснения факторов (причин) смены генерального директора в организации является принципиально важным для целей нашего диссертационного исследования, мы выделили несколько уровней этих факторов.

*Первый уровень* составляет традиционное деление причин смены руководителя на добровольные и вынужденные. Как отмечено выше, добровольные увольнения остаются вне поля нашего диссертационного исследования.

*Второй уровень* предполагает исследование вынужденных увольнений генеральных директоров организации. Ключевым фактором вынужденной смены руководителя является его результативность<sup>2</sup>. D. Jenter и K. Lewellan<sup>3</sup> показали, что от 38 % до 55 % отставок могут быть напрямую связаны с показателями деятельности организации.

A. Coughlan и R. Schmidt<sup>4</sup>, J. C. Warner, R. L. Watts и K. H. Wruck<sup>5</sup> доказывают, что финансовые результаты определяют решения относительно удержания топ-менеджеров в компаниях США, причем существует отрицательная связь между ценой акций и вероятностью увольнения генерального директора. S. Kaplan<sup>6</sup>

---

<sup>1</sup> Parrino R. CEO turnover and outside succession a cross-sectional analysis // Journal of financial Economics. – 1997. – Vol. 46, no. 2. – P. 165–197.

<sup>2</sup> См., например: Kaplan S. N., Klebanov M. M., Sorensen M. Which CEO characteristics and abilities matter? // The Journal of Finance. – 2012. – Vol. 67, no. 3. – P. 973–1007; Zhang P., Wierschem D., Mediavilla F. A. M., Hong K. P. An empirical investigation on CEO turnover in IT firms and firm performance // Journal of International Technology and Information Management. – 2016. – Vol. 25, iss. 2. – P. 67–83.

<sup>3</sup> Jenter D., Lewellen K. A. Performance-induced CEO turnover. – London: Centre for Economic Policy Research, 2017. – 57 p. – (CEPR Discussion Paper; no. DP12274).

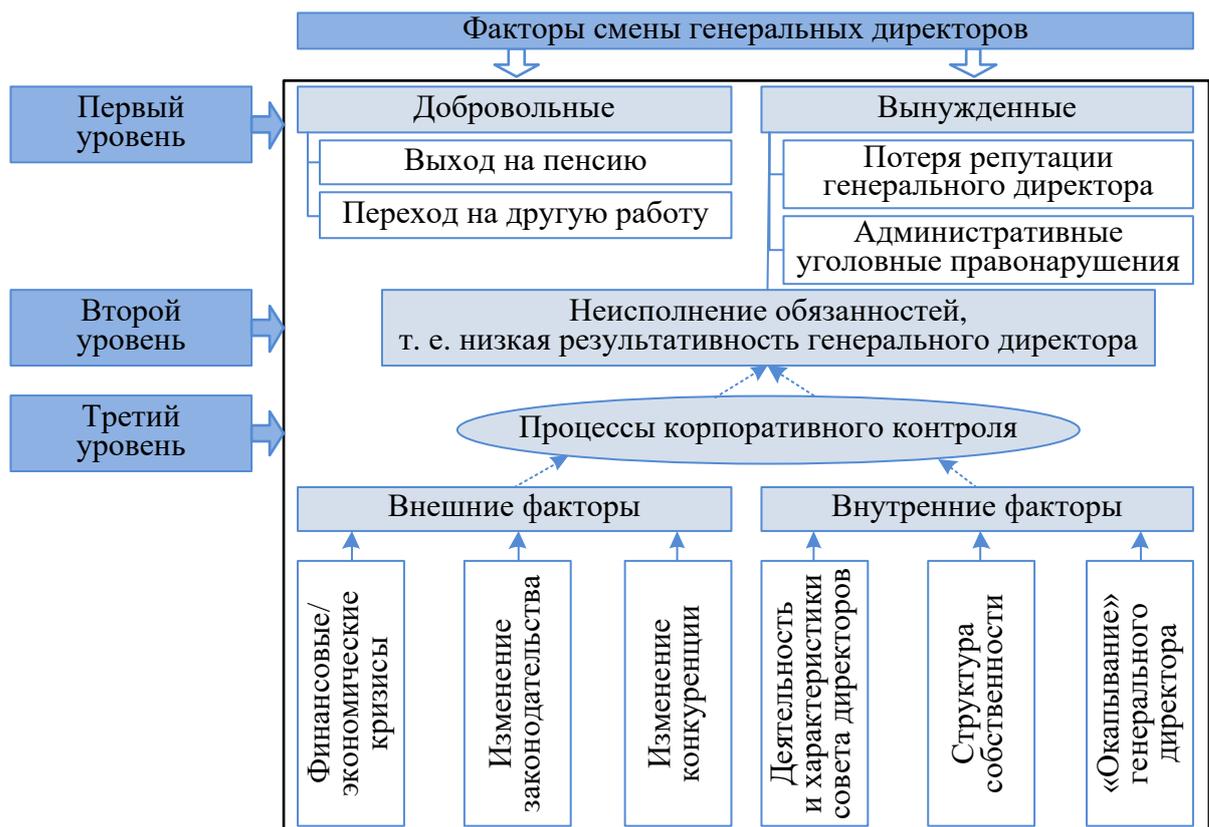
<sup>4</sup> Coughlan A. T., Schmidt R. M. Executive compensation, management turnover, and firm performance: an empirical investigation // Journal of accounting and economics. – 1985. – Vol. 7, no. 1-3. – P. 43–66.

<sup>5</sup> Warner J. B., Watts R. L., Wruck K. H. Stock prices and top management changes // Journal of financial Economics. – 1988. – Vol. 20. – P. 461–492.

<sup>6</sup> Kaplan S. N. Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the United States // Journal of political Economy. – 1994. – Vol. 102, no. 3. – P. 510–546; Kaplan S. N. Top executives, turnover, and firm performance in Germany // Journal of law, economics, and organization. – 1994. – Vol. 10, no. 1. – P. 142–142.

иллюстрирует, что в компаниях Японии смена директора вызвана низкой прибылью и – в меньшей степени – низкой доходностью акций. Смена генеральных директоров в китайских компаниях также зависит от уровня рентабельности активов (ROA) и рентабельности продаж (ROS)<sup>1</sup>.

*Третий, глубинный, уровень факторов представляет наибольший интерес для нашего исследования, поскольку объясняет причины того, насколько результативной можно считать деятельность генерального директора организации. Эти причины во многом связаны с процедурами и механизмами внешнего и внутреннего корпоративного контроля в организации. Баланс между ролями генерального директора в корпорации – как субъекта и (или) как объекта – определяет его возможности влияния на оценку результативности управления (рисунок 5).*



Примечание – Составлено автором.

Рисунок 5 – Факторы смены генеральных директоров в организации

<sup>1</sup> Kato T., Long C. CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data // Journal of Comparative Economics. – 2006. – Vol. 34, no. 4. – P. 796–817.

Остановимся подробнее на изучении группы факторов третьего уровня, поскольку именно ее исследование дает реальное представление о механизмах смены генеральных директоров (таблица 10).

Таблица 10 – Факторы корпоративного контроля, влияющие на оценку результативности деятельности генерального директора в организациях корпоративного типа, функционирующих в развитых и переходных экономиках

Фактор	Связь со сменой генерального директора	Исследования развитых экономик	Исследования переходных/развивающихся экономик
<i>Характеристики совета директоров</i>			
Численность членов совета директоров	–	D. Yermack <sup>1</sup> , B. E. Hermalin, M. S. Weisbach <sup>2</sup>	A. Muravyev <sup>3</sup>
Доля независимых директоров	+	M. S. Weisbach <sup>4</sup> , L. Guo, R. W. Masulis <sup>5</sup>	T. Kato, C. Long <sup>6</sup>
Доля директоров, занимающих должности в нескольких организациях	–	E. M. Fich, A. Shivdasani <sup>7</sup> , R. W. Masulis, S. Mobbs <sup>8</sup>	–
Число директоров, имеющих опыт увольнения	+	J. Ellis, L. Guo, S. Mobbs <sup>9</sup> , S. Mobbs <sup>10</sup>	–

<sup>1</sup> Yermack D. Higher market valuation of companies with a small board of directors // Journal of financial economics. – 1996. – Vol. 40, iss. 2. – P. 185–211.

<sup>2</sup> Hermalin B. E., Weisbach M. S. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO // American economic review. – 1998. – Vol. 88, no. 1. – P. 96–118.

<sup>3</sup> Muravyev A. Turnover of senior managers in Russian privatized firms // Comparative economic studies. – 2003. – Vol. 45, no. 2. – P. 148–172.

<sup>4</sup> Weisbach M. S. Outside directors and CEO turnover // Journal of financial Economics. – 1988. – Vol. 20. – P. 431–460.

<sup>5</sup> Guo L., Masulis R. W. Board structure and monitoring: New evidence from CEO turnovers // The review of financial studies. – 2015. – Vol. 28, no. 10. – P. 2770–2811.

<sup>6</sup> Kato T., Long C. CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data // Journal of comparative economics. – 2006. – Vol. 34, no. 4. – P. 796–817.

<sup>7</sup> Fich E. M., Shivdasani A. Are busy boards effective monitors? // Journal of finance. – 2006. – Vol. 61, no. 2. – P. 689–724.

<sup>8</sup> Masulis R. W., Mobbs S. Independent director incentives: Where do talented directors spend their limited time and energy? // Journal of financial economics. – 2014. – Vol. 111, no. 2. – P. 406–429.

<sup>9</sup> Ellis J., Guo L., Mobbs S. Do directors learn from forced CEO turnover experience // Journal of financial and quantitative analysis. – 2020. – May. – P. 1–29.

<sup>10</sup> Mobbs S. CEOs under fire: The effects of competition from inside directors on forced CEO turnover and CEO compensation // Journal of financial and quantitative analysis. – 2013. – Vol. 48, no 3. – P. 669–698.

## Продолжение таблицы 10

Факторы	Связь со сменой генерального директора	Исследования развитых экономик	Исследования переходных/развивающихся экономик
Доля инсайдеров в собственности организации	–	D. J. Denis, D. K. Denis, A. Sarin <sup>1</sup> , H. Gao, J. Harford, K. Li <sup>2</sup>	M. S. Gibson <sup>3</sup> , Р. И. Капелюшников, Н. В. Демина <sup>4</sup>
<i>Уровень «окапывания» генерального директора</i>			
Генеральный директор, занимающий должность председателя совета директоров	–	V. K. Goyal, C. W. Park <sup>5</sup> , M. Lausten <sup>6</sup>	–
Издержки, связанные с заменой генерального директора	–	L. A. Taylor <sup>7</sup> , J. L. Coles, N. D. Daniel, L. Naveen <sup>8</sup>	–
Срок пребывания генерального директора в должности	–	S. S. Dikolli, W. J. Mayew, D. Nanda <sup>9</sup> , D. Jenter, F. Kanaan <sup>10</sup>	С. Ю. Роцин, С. А. Солнцев <sup>11</sup>

<sup>1</sup> Denis D. J., Denis D. K., Sarin A. Ownership structure and top executive turnover // Journal of financial economics. – 1997. – Vol. 45, no. 2. – P. 193–221.

<sup>2</sup> Gao H., Harford J., Li K. CEO turnover-performance sensitivity in private firms // Journal of financial and quantitative analysis. – 2017. – Vol. 52, no. 2. – P. 583–611.

<sup>3</sup> Gibson M. S. Is corporate governance ineffective in emerging markets? // Journal of financial and quantitative analysis. – 2003. – Vol. 38, no. 1. – P. 231–250.

<sup>4</sup> Капелюшников Р. И., Демина Н. В. Обновление высшего менеджмента российских промышленных предприятий: свидетельства «Российского экономического барометра» // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Т. 3, № 3. – С. 27–42.

<sup>5</sup> Goyal V. K., Park C. W. Board leadership structure and CEO turnover // Journal of corporate finance. – 2002. – Vol. 8, no. 1. – P. 49–66.

<sup>6</sup> Lausten M. CEO turnover, firm performance and corporate governance: empirical evidence on Danish firms // International journal of industrial organization. – 2002. – Vol. 20, iss. 3. – P. 391–414.

<sup>7</sup> Taylor L. A. Why are CEOs rarely fired? Evidence from structural estimation // Journal of finance. – 2010. – Vol. 65, no. 6. – P. 2051–2087.

<sup>8</sup> Coles J. L., Daniel N. D., Naveen L. Co-opted boards // The review of financial studies. – 2014. – Vol. 27, no. 6. – P. 1751–1796.

<sup>9</sup> Dikolli S. S., Mayew W. J., Nanda D. CEO tenure and the performance-turnover relation // Review of accounting studies. – 2014. – Vol. 19, no. 1. – P. 281–327.

<sup>10</sup> Jenter D., Kanaan F. CEO turnover and relative performance evaluation // Journal of finance. – 2015. – Vol. 70, no. 5. – P. 2155–2184.

<sup>11</sup> Роцин С. Ю., Солнцев С. А. Рынок труда топ-менеджеров в России: между внешним наймом и внутренним продвижением // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Т. 3, № 4. – С. 11–28.

## Продолжение таблицы 10

Факторы	Связь со сменой генерального директора	Исследования развитых экономик	Исследования переходных/развивающихся экономик
<i>Структура собственности</i>			
Концентрация акций (контрольный пакет) в руках одного акционера	+	D. J. Denis, D. K. Denis, A. Sarin <sup>1</sup> , S. N. Kaplan, B. A. Minton <sup>2</sup>	N. Abe, I. Iwasaki <sup>3</sup> , Р. И. Капелюшников, Н. В. Демина <sup>4</sup>
Государство в качестве конечного собственника организации	+/-	–	T. Kato, C. Long <sup>5</sup> , M. Goltsman <sup>6</sup>
<i>Состояние и развитие рынков</i>			
Организация является публичной, торгуемой на фондовой бирже	+	H. Gao, J. Harford, K. Li <sup>7</sup> , F. Cornelli, O. Karakaş <sup>8</sup>	–
Кросс-листинг на крупнейших фондовых биржах	+	–	U. Lel, D. Miller <sup>9</sup>
Период экономической рецессии в отрасли и на рынке в целом	+	D. Jenter, F. Kanaan <sup>10</sup> , S. N. Kaplan, B. A. Minton <sup>11</sup>	C. А. Солнцев <sup>12</sup>
Примечание – Составлено автором.			

<sup>1</sup> Denis D. J., Denis D. K., Sarin A. Ownership structure and top executive turnover // Journal of financial economics. – 1997. – Vol. 45, no. 2. – P. 193–221.

<sup>2</sup> Kaplan S. N., Minton B. A. How has CEO turnover changed? // International review of finance. – 2012. – Vol. 12, no. 1. – P. 57–87.

<sup>3</sup> Abe N., Iwasaki I. Organisational culture and corporate governance in Russia: A study of managerial turnover // Post-Communist economies. – 2010. – Vol. 22, no. 4. – P. 449–470.

<sup>4</sup> Капелюшников Р. И., Демина Н. В. Обновление высшего менеджмента российских промышленных предприятий: свидетельства «Российского экономического барометра» // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Т. 3, № 3. – С. 27–42.

<sup>5</sup> Kato T., Long C. CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data // Journal of comparative economics. – 2006. – Vol. 34, no. 4. – P. 796–817.

<sup>6</sup> Goltsman M. Empirical analysis of managerial turnover in Russian firms. – М.: Рос. экон. шк., 2000. – 30 с. – (Best student papers: Working paper no. BSP/2000/035).

<sup>7</sup> Gao H., Harford J., Li K. CEO turnover-performance sensitivity in private firms // Journal of financial and quantitative analysis. – 2017. – Vol. 52, no. 2. – P. 583–611.

<sup>8</sup> Cornelli F., Karakaş O. CEO turnover in LBOs: The role of boards. – [S. l.], 2015. – URL: [http://www.fcornelli.uk/images/reports/Full\\_Manuscript\\_-\\_CEO\\_Turnover\\_in\\_LBOs.pdf](http://www.fcornelli.uk/images/reports/Full_Manuscript_-_CEO_Turnover_in_LBOs.pdf) (дата обращения: 11.03.2020).

<sup>9</sup> Lel U., Miller D. International crosslisting, firm performance and top management turnover: A test of the bonding hypothesis // Journal of finance. – 2008. – Vol. 63. – P. 1897–1937.

<sup>10</sup> Jenter D., Kanaan F. CEO turnover and relative performance evaluation // Journal of finance. – 2015. – Vol. 70, no. 5. – P. 2155–2184.

<sup>11</sup> Kaplan S. N., Minton B. A. How has CEO turnover changed? // International review of finance. – 2012. – Vol. 12, no. 1. – P. 57–87.

<sup>12</sup> Солнцев С. А. Изменения на российском рынке труда топ-менеджеров в период кризиса: свидетельства эмпирического исследования // Российский журнал менеджмента. – 2013. – Т. 11, № 1. С. 3–18.

Ученые подчеркивают важность характеристик совета директоров, управленческого «окапывания», структуры собственности, а также состояния и развития рынков функционирования организации.

Исследования, посвященные смене директоров, основываются на предпосылке относительной оценки эффективности (Relative Plating Efficiency, RPE), т. е. решения об увольнении могут зависеть от показателей, которые не связаны с усилиями генерального директора.

В первую очередь это относится к отраслевым условиям развития бизнеса. Так, D. Jenter и F. Kanaan<sup>1</sup> утверждают, что руководителей фактически обвиняют в результатах, которые находятся вне их зоны контроля. Они исследовали, отличаются ли советы директоров реальными результатами деятельности организации от отраслевых или рыночных потрясений при оценке навыков генерального директора. Более высокая частота увольнений генеральных директоров связана с низкой прибылью и рыночной доходностью акций. Авторы дают несколько объяснений этому факту. Во-первых, в некоторых случаях действия генерального директора могут повлиять на эффективность всей отрасли (например, в олигополиях). Во-вторых, более полная информация о возможностях руководителя, скорее всего, будет раскрыта при ухудшении показателей деятельности организации. Наконец, поиск «козлов отпущения» начинается в случае, когда совет директоров ложно приписывает внешние эффекты результативности организации действиям генерального директора.

Примечательно, что почти все статьи по теме сосредоточены на публичных акционерных организациях, в то время как неторгуемые получают мало внимания. Только в нескольких работах проблема рассматривается в контексте непубличных организаций.

Н. Gao, J. Harford и К. Li<sup>2</sup> сравнивают релевантность показателей эффективности при оценке способностей генерального директора в публичных и непублич-

---

<sup>1</sup> Jenter D., Kanaan F. CEO turnover and relative performance evaluation // Journal of finance. – 2015. – Vol. 70, no. 5. – P. 2155–2184.

<sup>2</sup> Gao H., Harford J., Li K. CEO turnover-performance sensitivity in private firms // Journal of financial and quantitative analysis. – 2017. – Vol. 52, no. 2. – P. 583–611.

ных компаниях и демонстрируют, что генерального директора увольняют значительно чаще при низкой результативности деятельности публичных компаний. Они также доказывают, что такие различия в основном обусловлены разными интересами инвесторов и недальновидностью инвесторов в публичных компаниях.

Эти результаты согласуются с работой F. Cornelli и O. Karakaş<sup>1</sup>, в которой исследована вероятность смены генеральных директоров в зависимости от результатов деятельности публичных компаний с финансируемым выкупом (Leveraged Buyout, LBO)<sup>2</sup>. У компаний, которые прошли процедуру финансируемого выкупа, результативность значительно ниже. При наличии инвесторов LBO в совете директоров показатели сменяемости генерального директора снижаются, несмотря на более низкую результативность. Данный факт подтверждает идею о том, что инвесторы полагаются на внутреннюю информацию, а не на операционные показатели краткосрочной эффективности, что снижает вероятность смены генеральных директоров.

*Совет директоров* в процессах корпоративного контроля обычно рассматривается как посредник между акционерами и руководителями и, помимо функций наблюдения и контроля, выполняет функции медиатора в решении конфликтных ситуаций.

M. Weisbach<sup>3</sup> одним из первых показал, что совет директоров, в котором доминируют аутсайдеры (внешние директора, не имеющие связей с компанией), уделяет значительно большее внимание изменению прибыли (ЕВІТ) по сравнению с корпоративными советами, где доминируют инсайдеры (наемные генераль-

---

<sup>1</sup> Cornelli F., Karakaş O. CEO turnover in LBOs: The role of boards. – [S. 1.], 2015. – URL: [http://www.fcornelli.uk/images/reports/Full\\_Manuscript\\_-\\_CEO\\_Turnover\\_in\\_LBOs.pdf](http://www.fcornelli.uk/images/reports/Full_Manuscript_-_CEO_Turnover_in_LBOs.pdf) (дата обращения: 11.03.2020).

<sup>2</sup> При финансируемом выкупе компания-объект меняет структуру источников средств, заменяя относительно дорогой собственный капитал заемными средствами. В течение нескольких лет производится погашение заемных средств и наращивание собственного капитала. После 4–6 лет компания продается новому собственнику. При этом сумма сэкономленных средств остается у компании, проводившей LBO.

<sup>3</sup> Weisbach M. S. Outside directors and CEO turnover // Journal of financial Economics. – 1988. – Vol. 20. – P. 431–460.

ные директора). В более позднем исследовании L. Guo и R. Masulis<sup>1</sup> пришли к аналогичным выводам. Наиболее правдоподобным объяснением этих результатов является то, что аутсайдеры лучше выполняют свою работу, однако возможна альтернативная интерпретация: внутренняя информация недоступна членам совета директоров, не работающим по найму в организации. Кроме того, инсайдеры, карьера которых в какой-то мере зависит от карьеры генерального директора, скорее всего, будут более сдержанны в оценках даже после получения сигналов о его низкой результативности, чтобы избежать увольнения.

J. L. Coles, N. D. Daniel и L. Naveen<sup>2</sup> обнаружили, что члены совета директоров, принятые после назначения генерального директора, проявляют бóльшую лояльность, несмотря на их независимость.

Количество должностей, которые занимают члены совета директоров, также оказывает влияние на принятие решения об увольнении генерального директора. E. Fich и A. Shivdasani<sup>3</sup> исследовали, как загруженность директоров влияет на корпоративное управление. Они пришли к выводу, что если большинство членов совета работают по меньшей мере в трех компаниях, то такие советы представляют генеральным директорам более слабые стимулы, плохо реагируя на низкую рентабельность активов.

Высокой чувствительностью к плохим финансовым результатам обладают организации, руководство которыми считается более престижным с точки зрения рыночной капитализации. Причина этого заключается в том, что членство в совете директоров, который позволяет приобрести хорошую репутацию, имеет большую ценность для директоров и стимулирует их перераспределять усилия в пользу этих должностей<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Guo L., Masulis R. W. Board structure and monitoring: New evidence from CEO turnovers // *The review of financial studies*. – 2015. – Vol. 28, no. 10. – P. 2770–2811.

<sup>2</sup> Coles J. L., Daniel N. D., Naveen L. Co-opted boards // *The review of financial studies*. – 2014. – Vol. 27, no. 6. – P. 1751–1796.

<sup>3</sup> Fich E. M., Shivdasani A. Are busy boards effective monitors? // *Journal of finance*. – 2006. – Vol. 61, no. 2. – P. 689–724.

<sup>4</sup> Masulis R. W., Mobbs S. Independent director incentives: Where do talented directors spend their limited time and energy? // *Journal of financial economics*. – 2014. – Vol. 111, no. 2. – P. 406–429.

Обращаясь к другим характеристикам, следует отметить опыт членов совета директоров в увольнении генеральных директоров. J. Ellis, L. Guo и S. Mobbs<sup>1</sup> показали, что опытные советы директоров более тщательно контролируют генерального директора с помощью показателей доходности акций по сравнению с неопытными членами правления.

Кроме того, для обеспечения контроля важно наличие потенциальных кандидатов на пост генерального директора. Как замечает S. Mobbs<sup>2</sup>, наличие талантливого инсайдера в совете директоров, который занимает должность директора в другой организации, способствует внутренней конкуренции и повышает контроль за нынешним генеральным директором. Возможность мгновенно увольнять аутсайдера и заменять его инсайдером, который обладает необходимыми знаниями, сводит к минимуму затраты, связанные со сменой генерального директора.

Размер совета директоров также влияет на качество корпоративного контроля. По мнению D. Yermack<sup>3</sup>, большие советы директоров не склонны принимать решения об увольнении при снижении нормы доходности акций. Этот вывод согласуется с идеей о том, что маленькие советы, в отличие от больших, вряд ли будут страдать от проблемы безбилетника (*free-rider problem*), поэтому они готовы более активно реагировать на низкую результативность генерального директора. В работе R. D. Campbell и его коллег<sup>4</sup> также развивается идея, что акционеры лучше осуществляют контроль, когда совет директоров небольшой, когда в нем велик процент независимых директоров и когда он не возглавляется генеральным директором организации.

*Личные характеристики членов совета директоров* также имеют значение. Например, присутствие женщин в совете способствует более эффективному кон-

---

<sup>1</sup> Ellis J., Guo L., Mobbs S. Do directors learn from forced CEO turnover experience // *Journal of financial and quantitative analysis*. – 2020. – May. – P. 1–29.

<sup>2</sup> Mobbs S. CEOs under fire: The effects of competition from inside directors on forced CEO turnover and CEO compensation // *Journal of financial and quantitative analysis*. – 2013. – Vol. 48, no 3. – P. 669–698.

<sup>3</sup> Yermack D. Higher market valuation of companies with a small board of directors // *Journal of financial economics*. – 1996. – Vol. 40, iss. 2. – P. 185–211.

<sup>4</sup> Campbell R. D., Ghosh C., Petrova M., Sirmans C. F. Corporate governance and performance in the market for corporate control: the case of REITs // *The journal of real estate finance and economics*. – 2011. – Vol. 42, no. 4. – P. 451–480.

тролю, что свидетельствует о важности гендерного фактора при принятии управленческих решений<sup>1</sup>. В ряде работ показано, что мужчины и неопытные руководители имеют более высокую вероятность замены по сравнению с женщинами и опытными директорами<sup>2</sup>.

Участие иностранных директоров имеет негативное влияние на качество корпоративного контроля<sup>3</sup>.

В имеющихся в настоящее время публикациях единогласно утверждается, что чем более сильны, вовлечены и объективны члены совета директоров, тем выше вероятность того, что неэффективный руководитель будет уволен.

*Индикатором дуальной позиции генерального директора в корпоративном управлении служит эффект «окапывания» (entrenchment).* «Окапывание» происходит, если генеральный директор получает достаточную власть над советом директоров и акционерами, чтобы манипулировать их решениями относительно его отставки<sup>4</sup>. Одним из подходов к выявлению «окапывания» является *изучение размера пакета (доли) акций генерального директора*<sup>5</sup>. Несмотря на то, что большое количество акций у директоров приводит к «окапыванию», это необязательно плохой знак (см. п. 1.3 диссертации). Такое состояние может фактически уравнивать интересы руководителей с интересами акционеров и обеспечить конвергенцию, т. е. соответствие действий генерального директора интересам акционеров.

V. K. Goyal и C. W. Park<sup>6</sup> сравнивали сменяемость генеральных директоров в компаниях, где руководитель одновременно занимает должность председателя

---

<sup>1</sup> Adams R. B., Ferreira D. Women in the boardroom and their impact on governance and performance // Journal of financial economics. – 2009. – Vol. 94, no. 2. – P. 291–309.

<sup>2</sup> См., например: Рощин С. Ю., Солнцев С. А. Рынок труда топ-менеджеров в России: между внешним наймом и внутренним продвижением // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Т. 3, № 4. – С. 11–28; Dikolli S. S., Mayew W. J., Nanda D. CEO tenure and the performance-turnover relation // Review of accounting studies. – 2014. – Vol. 19, no. 1. – P. 281–327.

<sup>3</sup> Masulis R. W., Mobbs S. Independent director incentives: Where do talented directors spend their limited time and energy? // Journal of financial economics. – 2014. – Vol. 111, no. 2. – P. 406–429.

<sup>4</sup> Weisbach M. S. Outside directors and CEO turnover // Journal of financial economics. – 1988. – Vol. 20. – P. 431–460.

<sup>5</sup> Denis D. J., Denis D. K., Sarin A. Ownership structure and top executive turnover // Journal of financial economics. – 1997. – Vol. 45, no. 2. – P. 193–221.

<sup>6</sup> Goyal V. K., Park C. W. Board leadership structure and CEO turnover // Journal of corporate finance. – 2002. – Vol. 8, no. 1. – P. 49–66.

совета директоров, и в компаниях, где он занимает только одну должность. Доказано, что сочетание должностей значительно снижает эффективность контроля.

Эффект «окапывания» также можно рассматривать с точки зрения *затрат на замещение должности директора*. Высокие издержки, связанные с отставкой неэффективного генерального директора, вызывают финансовый кризис в организации. Наиболее распространенными механизмами создания таких издержек являются «золотой парашют» и «ядовитая пилюля». «Золотой парашют» – это компенсация топ-менеджерам, предусмотренная контрактом при определенных условиях увольнения. «Ядовитая пилюля» – это применяемые руководством организации меры, позволяющие снизить привлекательность организации в качестве объекта слияния или поглощения (например, в случае враждебного поглощения держатели облигаций имеют право требовать досрочного выкупа своих бумаг).

L. Taylor<sup>1</sup> построил модель, которая включает два ключевых параметра: навыки генерального директора и затраты на его замену. Оценка показывает, что высокий уровень затрат служит сигналом об «окапывании» генерального директора, что может стимулировать правление уволить его.

Срок пребывания в должности также является сигналом того, что генеральный директор «окопался». S. S. Dikolli, W. J. Mayew и D. Nanda<sup>2</sup> иллюстрируют, что вероятность смены становится менее зависимой от результативности по мере увеличения срока пребывания генерального директора в должности. По мнению авторов, эти результаты имеют два возможных объяснения. С одной стороны, это может быть признаком управленческого «окапывания», когда директор усиливает свое влияние посредством взаимодействия с акционерами и советом директоров. С другой стороны, это может быть связано с внутренней информацией о требуемых в данной организации навыках генерального директора.

---

<sup>1</sup> Taylor L. A. Why are CEOs rarely fired? Evidence from structural estimation // Journal of finance. – 2010. – Vol. 65, no. 6. – P. 2051–2087.

<sup>2</sup> Dikolli S. S., Mayew W. J., Nanda D. CEO tenure and the performance-turnover relation // Review of accounting studies. – 2014. – Vol. 19, no. 1. – P. 281–327.

К другим свидетельствам «окапывания» относятся, например, *семейные связи исполнительного директора с ключевым акционером*<sup>1</sup>. Хотя проявления этого феномена разнообразны, все они в большинстве случаев отрицательно влияют на результативность управления организацией.

Распределение собственности также оказывает существенное влияние на управление компанией. Этот вопрос особенно остро стоит в странах, где отсутствует защита инвесторов. Т. Kato и С. Long<sup>2</sup> показывают, что присутствие государства среди собственников снижает чувствительность к текущим показателям результативности. Возможное объяснение состоит в том, что государство часто преследует цели, которые противоречат принципу максимизации прибыли. Поэтому для оценки компетенции генерального директора могут использоваться не только финансовые результаты организации.

D. J. Denis, D. K. Denis и A. Sarin<sup>3</sup> иллюстрируют, что организации со сторонними инвесторами – держателями блокирующих пакетов более внимательно контролируют генерального директора, хотя эта зависимость достаточно слаба. Сходные результаты получены в работе S. N. Kaplan и В. А. Minton<sup>4</sup>. В то же время данный факт свидетельствует, что концентрация собственности мотивирует инвесторов к более серьезному контролю. Аналогичным образом присутствие контролирующего акционера и институционального контроля (например, со стороны банков) оказывает положительное влияние на управление<sup>5</sup>.

В России основной интерес к причинам смены руководства наблюдался в постприватизационный период. N. Abe и I. Iwasaki<sup>6</sup> описывали детерминанты смены руководства на выборке из 407 акционерных компаний из нефинансовых

---

<sup>1</sup> Chen X., Cheng Q., Dai Z. Family ownership and CEO turnovers // Contemporary accounting research. – 2013. – Vol. 30, no. 3. – P. 1166–1190.

<sup>2</sup> Kato T., Long C. CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: evidence from micro data // Journal of comparative economics. – 2006. – Vol. 34, no. 4. – P. 796–817.

<sup>3</sup> Denis D. J., Denis D. K., Sarin A. Ownership structure and top executive turnover // Journal of financial economics. – 1997. – Vol. 45, no. 2. – P. 193–221.

<sup>4</sup> Kaplan S. N., Minton B. A. How has CEO turnover changed? // International review of finance. – 2012. – Vol. 12, no. 1. – P. 57–87.

<sup>5</sup> Huson M. R., Parrino R., Starks L. T. Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: a long-term perspective // Journal of finance. – 2001. – Vol. 56, no. 6. – P. 2265–2297.

<sup>6</sup> Abe N., Iwasaki I. Organisational culture and corporate governance in Russia: A study of managerial turnover // Post-Communist economies. – 2010. – Vol. 22, no. 4. – P. 449–470.

отраслей в период с 2001 по 2004 г. Авторы предположили, что вероятность увольнения топ-менеджеров в основном связана с плохими показателями деятельности организации, при этом иностранная собственность и присутствие доминирующего акционера являются важными факторами для объяснения увольнения.

М. Гольцман<sup>1</sup> проводила в 1999 г. анализ данных об увольнениях в руководящих командах и советах директоров 217 российских производственных акционерных обществ. По ее мнению, для объяснения этих увольнений не имеет значения ни производительность труда, ни прибыльность продаж, ни рост продаж. Главной причиной увольнений послужили изменения структуры собственности.

А. Рачинский<sup>2</sup> рассматривал случаи ухода руководителей в 110 крупнейших российских организациях, торгуемых на РТС в период с 1997 по 2001 г., и пришел к выводу, что уволить менеджеров за плохую работу крайне сложно. Внутренние механизмы корпоративного управления не работают должным образом, поскольку присутствует управленческое «окапывание». Неразвитый финансовый рынок усложняет мониторинг результативности управления. Ситуацию затрудняет низкое предложение на рынке труда топ-менеджеров.

Все эти факторы в совокупности определяют не только вероятность смены генерального директора, но и принятие решений о результативности управления в целом, поскольку определяют оценку его деятельности (как удовлетворительную или, наоборот, неудовлетворительную). Поэтому при выборе методики оценки вероятности смены генерального директора и выявлении зависимости между ней и результативностью деятельности организации важно учитывать все факторы третьего уровня.

---

<sup>1</sup> Goltsman M. Empirical analysis of managerial turnover in Russian firms. – М.: Рос. экон. шк., 2000. – 30 с. – (Best student papers: Working paper no. BSP/2000/035).

<sup>2</sup> Rachinsky A. Self enforced mechanisms of corporate governance: evidence from managerial turnover in Russia. – Moscow, 2002. – (Centre for Economic and Financial Research Working Paper; no. w0051) – URL: <https://www.nes.ru/files/Preprints-resh/WP51-Managerial-Turnover.pdf> (дата обращения: 12.03.2020).

## 2.2 Методический и эмпирический инструментарий оценки вероятности смены генерального директора в организации корпоративного типа

Для разработки инструментария оценки вероятности смены генерального директора в организации обратимся к имеющимся исследованиям по данному вопросу. Несмотря на большой объем накопленной информации, подавляющее большинство работ относится к странам с развитой рыночной экономикой, в первую очередь США и Великобритании.

Модели оценки вероятности смены генерального директора традиционно основываются на учете его личностных характеристик, таких как пол, возраст, стаж<sup>1</sup>. Согласно данным о смене директоров в компаниях, входящих в индекс S&P 500, выделено три периода срока пребывания в должности генерального директора<sup>2</sup>:

1) в течение первых четырех лет вероятность смены генерального директора крайне низкая;

2) на пятый год пребывания в должности вероятность отставки директора резко увеличивается, но после этого (на шестой и год далее) растет медленно;

3) после восьмого года пребывания в должности наблюдается последний резкий скачок вероятности отставки, и далее эта вероятность остается почти неизменной.

Выводы предыдущих исследований (см. п. 2.1 диссертационной работы) довольно дискуссионные, так как:

– в некоторых работах используются агрегированные или субъективные методы оценок, не позволяющие проанализировать механизмы (каналы) воздействия

---

<sup>1</sup> См., например: Warner J. B., Watts R. L., Wruck K. H. Stock prices and top management changes // *Journal of financial economics*. – 1988. – Vol. 20. – P. 461–492; Denis D. J., Denis D. K. Performance changes following top management dismissals // *Journal of finance*. – 1995. – Vol. 50, no. 4. – P. 1029–1057; Parrino R. CEO turnover and outside succession a cross-sectional analysis // *Journal of financial economics*. – 1997. – Vol. 46, no. 2. – P. 165–197.

<sup>2</sup> Coates J., Kraakman R. CEO tenure, performance and turnover in S&P 500 companies. – Cambridge, MA: Harvard Law School, 2007. – 45 p. – (John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Discussion Paper, No. 595).

результативности на вероятность смены генерального директора и не дающие репрезентативных результатов;

– для оценки результативности часто используются прокси-переменные. Прокси-переменные являются заменителями истинных значений каких-либо показателей, которые нельзя включить в модель в первоначальном виде (например, бинарные переменные «да/нет»), что приводит к смещению оценок;

– значительная часть работ основана на исследовании торгуемых компаний, показатели деятельности которых оцениваются рынком. С этой точки зрения торгуемые организации находятся в выигрышном положении по сравнению с неторгуемыми. Для неторгуемых компаний применяются нерыночные показатели, такие как темп роста выручки, снижение издержек, но и они не всегда универсальны (например, наличие или отсутствие прибыли как таковой или объем продаж);

– анализ проводится по данным на небольших выборках, что не позволяет экстраполировать результаты на ситуацию в России;

– актуальность исследований относится к 2000-м годам, т. е. к раннему периоду развития корпоративного управления в России.

**С учетом изложенного в настоящем исследовании проводится оценка вероятности смены генерального директора организации на основе объективных количественных данных.**

Источником информации для эмпирической части исследования послужила уникальная база данных «Ruslana»<sup>1</sup>, предоставляемая Bureau van Dijk. База данных «Ruslana» содержит информацию о более чем 9 млн организаций России. Помимо финансовой информации, в базе содержатся материалы о топ-менеджменте, собственниках и совете директоров организаций.

В диссертации *выборка ограничена акционерными обществами как организациями корпоративного типа, которые в обязательном порядке, установленном законодательством, должны иметь формализованные системы корпоративного управления и контроля. Ответность акционерных обществ наиболее регламенти-*

---

<sup>1</sup> Ruslana: база данных / Bureau van Dijk. – URL: <https://www.bvdinfo.com/ru-ru/our-products/company-information/national-products/ruslana> (дата обращения: 10.10.2019).

рована, а значит, качество данных о результативности у них выше. Конечная выборка содержит несбалансированную панель<sup>1</sup> по 54 341 акционерному обществу за период 2007–2018 гг.

Исследуемые организации распределены по отраслям (рисунок 6). 16,7 % работают в обрабатывающей промышленности, 16 % – в оптовой и 14,7 % – в сфере недвижимости.



Примечание – Составлено автором.

Рисунок 6 – Распределение организаций корпоративного типа по отраслям на 1 октября 2019 г., %

В региональном разрезе выборка организаций корпоративного типа представлена на рисунке 7.

Для установления факта смены генерального директора была собрана информация о датах назначения топ-менеджмента организаций корпоративного типа, количестве позиций, которые топ-менеджер занимает в разных компаниях, и о том, является ли он собственником.

Алгоритм эмпирического отбора данных о сменах генеральных директоров в организациях корпоративного типа представлен в таблице 11.

<sup>1</sup> Под несбалансированной панелью понимается панель, в которой данные по объектам наблюдения имеются не за все периоды времени.



Примечание – Составлено автором.

Рисунок 7 – Распределение организаций корпоративного типа по регионам на 1 октября 2019 г., %

Таблица 11 – Алгоритм эмпирического отбора данных о сменах генеральных директоров в организациях корпоративного типа

Шаг	Характеристика шага
1. Создание списка должностей, которые могут иметь статус главного топ-менеджера	Выбор должностей «генеральный директор», «директор», «исполнительный директор», «президент», «исполняющий обязанности генерального директора» и т. п.
2. Классификация топ-менеджеров от высших позиций к низшим	Определение иерархии позиций топ-менеджмента
3. Выбор человека на высшую руководящую должность	Приоритетными являлись должности наиболее высокие или с наиболее вероятными названиями, например, «генеральный директор», «президент» и т. п. Для организаций без самого высокого звания руководителя мы выбирали генерального директора из списка наименований топ-менеджеров со слабой или средней вероятностью (например, «исполняющий обязанности директора» и т. д., предполагающий порядок подчинения)
4. Проверка правильности определения главного руководителя	Алгоритм был проверен с помощью случайной подвыборки, которая была сопоставлена с официальной информацией, предоставленной официальным сайтом Федеральной налоговой службой России. Ошибки составили менее 1 %
5. Определение дат смены генерального директора	Отбор информации о назначении и сроках ухода с поста генерального директора
6. Определение человека, являющегося генеральным директором в каждый конкретный год	Если человек занимает должность генерального директора более 6 мес. в году
Примечание – Составлено автором.	

Представленная процедура позволила идентифицировать смену генерального директора (таблица 12).

Таблица 12 – Распределение наблюдений о количестве смен генерального директора в организациях корпоративного типа в России за 2007–2018 гг.

Год	Публичные акционерные общества			Непубличные акционерные общества		
	Количество организаций	Количество смен генерального директора		Количество организаций	Количество смен генерального директора	
		раз	%		раз	%
2007	3 674	892	24,28	12 830	2 964	23,10
2008	4 566	900	19,71	16 110	3 301	20,49
2009	5 479	936	17,08	19 638	3 558	18,12
2010	6 540	1 088	16,64	23 660	4 084	17,26
2011	8 121	1 654	20,37	29 408	5 823	19,80
2012	9 544	1 651	17,30	35 366	6 282	17,76
2013	10 436	1 861	17,83	39 245	6 925	17,65
2014	10 663	1 445	13,55	40 697	5 377	13,21
2015	10 815	1 412	13,06	41 481	4 874	11,75
2016	10 919	1 416	12,97	42 218	5 005	11,86
2017	10 963	1 447	13,20	42 591	4 833	11,35
2018	11 034	1 478	13,39	43 307	4 906	11,32
<i>Итого</i>	<i>102 754</i>	<i>16 180</i>	<i>15,74</i>	<i>386 911</i>	<i>57 932</i>	<i>14,97</i>
Примечание – Составлено автором.						

Длительность пребывания в должности вычислена как разность между датами вступления в должность последующего и текущего генеральных директоров:

$$\text{Tenure}(\text{CEO}_{i,n}) = \text{DateCEO}_{i,n} - \text{DateCEO}_{i+1,n}, \quad (1)$$

где  $\text{Tenure}(\text{CEO}_{i,n})$  – стаж работы  $i$ -го генерального директора в организации  $n$ ;  $\text{DateCEO}_{i,n}$  – дата назначения  $i$ -го генерального директора в организации  $n$ ;  $\text{DateCEO}_{i+1,n}$  – дата назначения следующего после  $i$ -го генерального директора в организации  $n$ .

Более чем в 50 % организаций корпоративного типа в России отмечена по крайней мере одна смена генерального директора. 20 % компаний в выборке проводили смену высшего руководства дважды, а 9 % – три раза или более. Организации, в которых один и тот же генеральный директор занимал свой пост на протяжении всего наблюдаемого периода, составляют 18 % выборки (таблица 13).

Таблица 13 – Распределение количества смен генерального директора среди организаций корпоративного типа в России за 2007–2018 гг.

Количество смен генерального директора	Количество организаций, где произошла смена генерального директора	Удельный вес организаций, %
0	9 567	17,61
1	27 611	50,81
2	12 190	22,43
3	3 846	7,08
4	974	1,79
5	141	0,26
6	12	0,02
<i>Итого</i>	<i>54 341</i>	<i>100,00</i>
Примечание – Составлено автором.		

Дескриптивная статистика основных личных характеристик представлена в таблице 14.

Таблица 14 – Дескриптивная статистика основных личных характеристик генеральных директоров в российских организациях корпоративного типа за 2007–2018 гг.

Год наблюдения	Возраст генерального директора, лет	Количество организаций, в которых занимает позицию генеральный директор	Доля женщин, %	Доля иностранных граждан, %
2007	45,992	1,794	14,2	5,6
2008	46,349	1,815	14,3	5,7
2009	46,713	1,900	14,5	5,6
2010	46,906	1,946	15,0	5,7

## Продолжение таблицы 14

Год наблюдения	Возраст генерального директора, лет	Количество организаций, в которых занимает позицию генеральный директор	Доля женщин, %	Доля иностранных граждан, %
2011	47,228	1,958	15,3	5,8
2012	47,554	1,974	15,7	6,0
2013	47,940	2,077	15,9	4,9
2014	48,483	2,264	16,4	4,0
2015	49,247	2,372	16,5	3,1
2016	49,843	2,566	16,9	2,5
2017	49,932	2,578	17,0	2,5
2018	49,964	2,603	17,2	2,4
<i>Итого</i>	<i>48,347</i>	<i>2,219</i>	<i>16,2</i>	<i>4,3</i>
Примечание – Составлено автором.				

Члены совета директоров выявлялись путем отфильтровывания должностей «член совета директоров», «председатель совета директоров» и их изменения. В большинстве случаев даты назначения и отставки в совет директоров отсутствуют, что ограничивает расчет количества его членов.

Также в ходе эмпирической оценки вероятности смены генерального директора осуществлялась сортировка данных по владению акциями в порядке убывания. В результате была рассчитана сумма трех крупнейших долей акционерного капитала по каждой организации.

Наконец, фиксировалось наличие государственной собственности в структуре акционерного капитала путем отбора среди наименований и имен акционеров формулировок «Правительство Российской Федерации» или слов «государство», «федеральное», «муниципальное», «министерство» и т. д.

Кроме того, регистрировались генеральные директора, одновременно занимающие должность в совете директоров, с целью выявить уровень управленческого «окапывания» в организации. Оценка структуры инсайдеров в структуре собственников организации осуществлялась путем анализа совпадений между инвесторами и сотрудниками (таблица 15).

Таблица 15 – Deskриптивная статистика показателей, характеризующих степень «окапывания» генеральных директоров в российских организациях корпоративного типа за 2007–2018 гг.

Год наблюдения	Стаж генерального директора, лет	Доля генеральных директоров – держателей акций, %	Доля генеральных директоров – членов совета директоров, %
2007	3,379	40,7	16,3
2008	3,698	39,2	16,2
2009	4,039	37,5	16,0
2010	4,352	35,7	15,7
2011	4,492	33,4	15,5
2012	4,703	31,5	14,9
2013	4,947	30,7	14,6
2014	5,188	30,4	14,6
2015	5,629	29,9	14,4
2016	6,086	29,3	14,1
2017	6,112	29,2	13,9
2018	6,128	29,0	14,0
<i>Итого</i>	<i>5,147</i>	<i>31,9</i>	<i>14,8</i>
Примечание – Составлено автором.			

Сформированная база данных по организациям корпоративного типа имеет ценность по следующим причинам:

- 1) на сегодняшний день это самая большая база наблюдений о сменах генеральных директоров в России;
- 2) выборка была сплошной, что позволяет делать выводы по всем российским организациям корпоративного типа;
- 3) при разработке соответствующих алгоритмов можно использовать базу данных для оценки других процессов корпоративного управления и контроля.

Вместе с тем в ходе сбора информации мы столкнулись с рядом проблем (таблица 16), связанных как с объективными, так и субъективными факторами. Эти проблемы были частично решены в ходе эконометрического моделирования, часть из них нивелирована значительным размером выборки.

Таблица 16 – Проблемы формирования базы данных о смене генеральных директоров в организациях корпоративного типа в России

Проблема	Характеристика проблемы	Способ устранения/ нивелирования проблемы
1. Несбалансированная панель	Не по всем объектам наблюдения имеются данные за весь период	1. Большой объем наблюдений нивелирует проблему. 2. Используются альтернативные методы работы с панельными данными (модель со случайными эффектами, переход к кросс-секции)
2. Не учитываются отраслевые и региональные особенности	Полученная выборка не сравнивалась с отраслевой структурой ВВП, количеством занятых по отраслям и регионам	1. Включение фиксированных эффектов на отрасли и регионы. 2. Оценки на подвыборках
3. Отсутствие унифицированного названия должности «генеральный директор»	Приоритетными являлись должности с наиболее вероятными названиями: «генеральный директор», «президент», «исполняющий обязанности директора» и т. д.	Случайным образом извлечена 10 %-я подвыборка данных, которая была проверена путем сопоставления с данными официальных источников (сайт Федеральной налоговой службы и сайты организаций). Ошибки составили менее 1 %, что позволяет сделать вывод о жизнеспособности алгоритма
4. Процедура отбора информации о назначении и сроках ухода с поста генерального директора	Генеральный директор может вступать в должность в любой день. В некоторых случаях это создавало проблему определения генерального директора на конкретный год	Проблема была решена следующим образом: если генеральный директор занимал свою должность в течение всего года, он и был зафиксирован в качестве генерального директора организации в этом году; если же замена генерального директора происходила в течение года, выбирался тот генеральный директор, который занимал эту должность более 6 мес. в этом году
5. Даты назначения и отставки в совет директоров отсутствуют, что ограничивает расчет количества его членов	Не все члены совета директоров идентифицированы в базе «Ruslana»	1. Сравнение полученных результатов с базовой категорией – отсутствие совета. 2. Использование прокси. 3. Аккуратная интерпретация
6. Неизвестна причина смены генерального директора	Нет информации о причинах отставки (добровольная или принудительная)	Если отставка принудительная, отсутствие информации может привести к заниженным оценкам. Получение заниженных статистически значимых оценок означает, что в реальной картине зависимость еще более значима
7. Слияния, поглощения, разделение и смена ОКПО, собственника	Затрудняет оценку, делает менее точными оценки	Вероятность этих событий достаточно низкая
Примечание – Составлено автором.		

Таким образом, ценность данной части диссертационного исследования заключается в *формировании панельной базы данных с непрерывными и бинарными переменными, что позволяет говорить о ее объективности и достоверности.* Точные представления о сменах генеральных директоров в отечественных организациях корпоративного типа позволят не только установить специфические черты модели корпоративного управления, но и в дальнейшем системно оценить зависимость между вероятностью смены управляющих и результативностью управления.

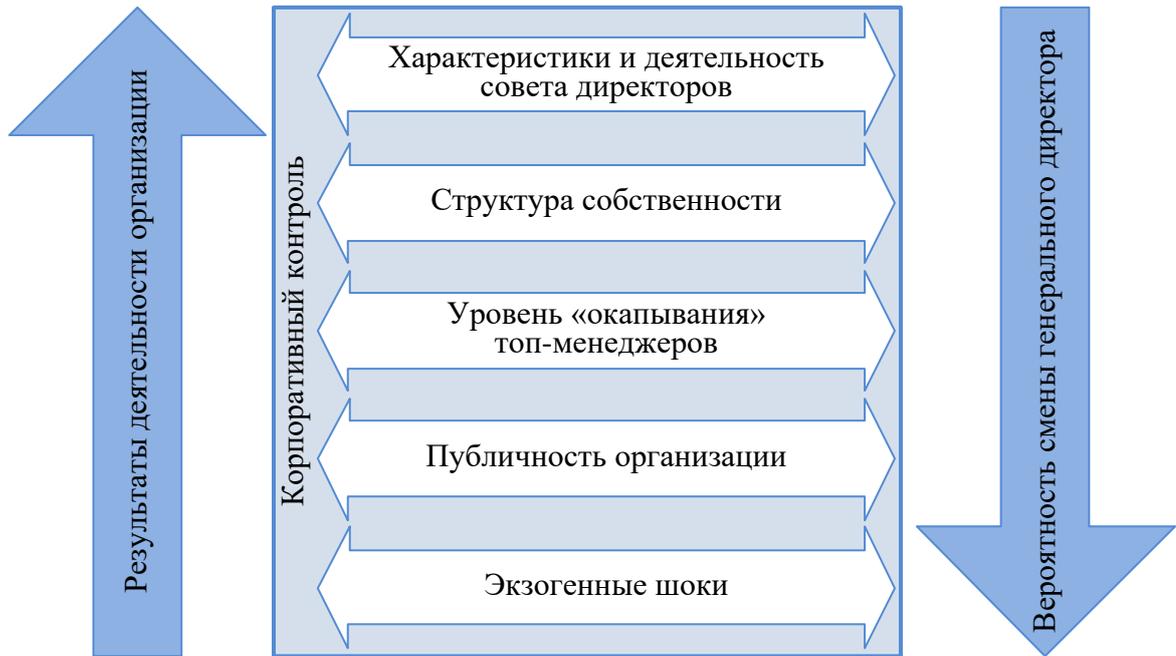
### **2.3 Факторный анализ вероятности смены генеральных директоров в российских организациях корпоративного типа**

Собранная база данных о сменах генеральных директоров в российских организациях корпоративного типа позволяет проводить количественную эмпирическую оценку того, какие факторы влияют на эту ротацию. Основная гипотеза эмпирической части диссертации предполагает наличие обратной связи между вероятностью смены генерального директора и результатами деятельности организации (рисунок 8).

Алгоритм эмпирического оценивания влияния факторов второго и третьего уровня на вероятность смены генеральных директоров в организациях корпоративного типа предложен в таблице 17.

Представленная в п. 2.2 диссертации процедура (см. таблицу 10) позволила идентифицировать смену генерального директора через бинарную переменную, принимающую значение 1, если в организации  $i$  в год  $t$  она имела место, и 0 – если не имела.

Дескриптивная статистика всех характеристик изучаемой выборки представлена в таблице 18.



Примечание – Составлено автором.

Рисунок 8 – Структура факторного анализа вероятности смены генеральных директоров в организациях корпоративного типа

В таблице 19 приведены коэффициенты парной корреляции.

Согласно J. Coates и R. Kraakman<sup>1</sup>, на пятый год пребывания директора в должности вероятность его отставки резко увеличивается, но на шестой год и далее эта вероятность растет медленно. В России также около 40 % отставок приходится на первые пять лет работы.

Однофакторный анализ, проведенный с помощью описательной статистики и *t*-теста Стьюдента, показывает статистически значимую разницу в показателях результативности и характеристиках генерального директора между организациями, в которых произошла по крайней мере одна смена руководителя, и теми, в которых ее не было (таблица 20).

<sup>1</sup> Coates J., Kraakman R. CEO tenure, performance and turnover in S&P 500 companies. – Cambridge, MA: Harvard Law School, 2007. – 45 p. – (John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Discussion Paper; no. 595).

Таблица 17 – Алгоритм эмпирического оценивания влияния факторов второго и третьего уровня на вероятность смены генеральных директоров в организациях корпоративного типа

Этап	Содержание этапа	Результат
1. Получение первичных данных	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Проведена процедура извлечения информации из базы данных «Ruslana».</li> <li>2. Получена информация о финансовых показателях деятельности всех акционерных обществ России, а также информация об акционерах, совете директоров, и генеральных директорах организаций за период 2007–2018 гг.</li> </ol>	Сформирована панельная база данных по 54 341 организации
2. Обработка первичных данных	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Определены генеральные директора каждой акционерной организации в каждый год наблюдений.</li> <li>2. Определены члены совета директоров каждой организации в каждый год наблюдений.</li> <li>3. Выявлено членство генерального директора в совете директоров.</li> <li>4. Проранжированы доли акционеров, определены доли трех крупнейших.</li> <li>5. Определена доля акций у менеджмента организации.</li> <li>6. Выявлено присутствие государства в качестве акционера.</li> <li>7. Определено наличие доли собственности у генерального директора</li> </ol>	Сформирована панельная база данных с непрерывными и бинарными переменными для включения в эконометрическую модель
3. Получение описательной статистики	Анализ данных в разрезе отраслей, регионов, организаций со сменой генерального директора и без нее, анализ характеристик генеральных директоров и т. д.	Получены структурные, средние, максимальные и минимальные показатели по выборке
4. Оценивание базовой модели	Проведена оценка зависимости вероятности смены генерального директора от результативности деятельности организации	Получена статистически значимая обратная связь между результативностью деятельности организации и вероятностью смены генерального директора
5. Оценивание модели с перекрестными множителями	Проведена оценка зависимости вероятности смены генерального директора от параметров корпоративного контроля и факторов внешней среды	Получено статистически значимое влияние показателей «окапывания», размера совета директоров и внешних шоков на вероятность смены генерального директора
Примечание – Составлено автором.		

Таблица 18 – Deskриптивная статистика характеристик генерального директора и наблюдаемых организаций

Переменная	Описание переменной	Значение	Стандартное отклонение sd	Минимальное значение min	Медианное значение p50	Максимальное значение max	Число наблюдений count
<b>Часть А. Индивидуальные характеристики генерального директора</b>							
TURNOVER	Значение 1, если позиция генерального директора меняется между периодами; 0 – иначе	0,16	0,36	0,00	0,00	1,00	537 344
TENURE	Количество лет на позиции генерального директора	5,11	3,60	0,60	4,30	16,30	537 343
DIRECT	Количество организаций, в которых генеральный директор занимал позицию	2,21	4,11	0,00	1,00	225,00	537 312
PARALLEL	Значение 1, если генеральный директор занимает позицию директора в другой организации; 0 – иначе	0,32	0,47	0,00	0,00	1,00	537 344
SHAREHOLDER	Принимает значение 1, если генеральный директор является акционером организации; 0 – иначе	0,15	0,36	0,00	0,00	1,00	537 344
ON BOARD	Принимает значение 1, если генеральный директор является членом совета директоров; 0 – иначе	0,46	0,50	0,00	0,00	1,00	537 312
FOREIGN	Принимает значение 1, если генеральный директор является иностранцем; 0 – иначе	0,04	0,20	0,00	0,00	1,00	537 344
FEMALE	Принимает значение 1, если генеральный директор женского пола; 0 – иначе	0,16	0,37	0,00	0,00	1,00	527 894
AGE	Возраст генерального директора	48,33	10,12	18,00	48,00	92,00	86 909

Продолжение таблицы 18

Переменная	Описание переменной	Значение	Стандартное отклонение sd	Минимальное значение min	Медианное значение p50	Максимальное значение max	Число наблюдений count
<b>Часть Б. Показатели результатов деятельности организации</b>							
LOG SALES	Логарифм продаж	3,60	2,53	-10,20	3,62	17,00	393 748
ΔLOG SALES	Изменение логарифма продаж	0,03	0,63	-2,09	0,04	2,59	364 647
LOG ASSETS	Логарифм активов	3,32	2,91	-11,51	3,50	16,65	438 282
LOG EMPLOYMENT	Изменение логарифма активов	3,43	1,79	0,00	3,50	12,07	430 399
LEVERAGE	Отношение заемных средств к совокупным активам	0,62	0,58	0,00	0,55	3,84	438 019
DEBT TO EQUITY	Отношение заемных средств к собственному капиталу	8,56	25,66	0,00	0,80	170,29	393 729
LIQUIDITY	Отношение оборотных активов к текущим обязательствам	5,92	15,17	0,03	1,40	113,89	425 884
ROA	Соотношение прибыли до вычета % и налога (ЕБИТ) к балансовой стоимости активов	0,06	0,21	-0,67	0,03	0,83	438 282
ROS	Соотношение чистого дохода и операционных доходов	-0,00	0,42	-2,69	0,04	0,80	393 748
ROE	Соотношение чистого дохода и собственного капитала	0,13	0,41	-1,39	0,06	1,59	394 006
LP	Отношение операционных доходов, млн р., к числу сотрудников	2,27	3,79	0,01	0,94	22,58	386 926
<b>Часть В. Прочие характеристики организации</b>							
PUBLIC	Значение 1, если организация является публичным акционерным обществом; 0 – акционерное общество	0,21	0,41	0,00	0,00	1,00	534 964

Продолжение таблицы 18

Переменная	Описание переменной	Значение	Стандартное отклонение sd	Минимальное значение min	Медианное значение p50	Максимальное значение max	Число наблюдений count
LISTED	Значение 1, если акции торгуются на ММВБ или РТС; 0 – иначе	0,01	0,12	0,00	0,00	1,00	537 344
FIRM AGE	Возраст организации, лет	14,73	9,83	0,00	15,00	100,00	536 112
BOARD SIZE	Количество членов совета директоров	1,44	2,57	0,00	0,00	26,00	537 344
INSIDER SHARE	Доля акций, принадлежащая менеджменту организации	11,27	27,36	0,00	0,00	100,00	481 078
STATE OWN	Значение 1, если государство является владельцем организации; 0 – иначе	0,08	0,26	0,00	0,00	1,00	534 626
TOP-3 SHARE	Сумма долей трех крупнейших держателей акций	69,73	41,96	0,00	100,00	100,00	481 004
Примечание – Составлено автором.							

Таблица 19 – Коэффициенты парной корреляции

Переменная	1	3	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
1 TURNOVER	<b>1</b>																					
2 SALES	<b>0,10</b>	<b>1</b>																				
3 ΔLOG SALES	<b>-0,02</b>	<b>0,22</b>	<b>1</b>																			
4 LOG ASSETS	<b>0,13</b>	<b>0,79</b>	<b>0,08</b>	<b>1</b>																		
5 DEBT TO EQUITY	<b>0,04</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,04</b>	<b>0,08</b>	<b>1</b>																	
6 LEVERAGE	0,00	-0,06	-0,01	-0,09	0,48	<b>1</b>																
7 LIQUIDITY	<b>-0,03</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,00</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,27</b>	<b>1</b>															
8 ROA	<b>-0,05</b>	<b>0,11</b>	<b>0,21</b>	<b>0,04</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,29</b>	<b>0,05</b>	<b>1</b>														
9 ROS	<b>-0,05</b>	<b>0,22</b>	<b>0,22</b>	<b>0,04</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,26</b>	<b>0,07</b>	<b>0,53</b>	<b>1</b>													
10 ROE	<b>-0,02</b>	<b>0,06</b>	<b>0,22</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,17</b>	<b>0,17</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,66</b>	<b>0,38</b>	<b>1</b>												
11 TENURE	<b>-0,11</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,014</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,02</b>	<b>0,04</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,03</b>	<b>1</b>											
12 SHAREHOLDER	<b>-0,13</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,018</b>	0,00	<b>-0,02</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,04</b>	<b>0,03</b>	<b>0,04</b>	<b>0,19</b>	<b>1</b>										
13 ON BOARD	<b>-0,05</b>	<b>0,15</b>	-0,00	<b>0,019</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,09</b>	<b>0,04</b>	<b>0,11</b>	<b>1</b>									
14 PARALLEL	<b>-0,09</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,04</b>	<b>0,04</b>	<b>0,03</b>	<b>-0,02</b>	-0,00	0,00	<b>0,01</b>	<b>0,09</b>	<b>-0,02</b>	<b>1</b>								
15 FOREIGN	<b>0,05</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,04</b>	<b>0,04</b>	<b>-0,01</b>	0,00	0,00	<b>0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,14</b>	<b>1</b>							
16 PUBLIC	<b>0,03</b>	<b>0,04</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,10</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,43</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,08</b>	<b>1</b>						
17 FIRM AGE	<b>0,01</b>	<b>0,17</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,18</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,10</b>	<b>0,22</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,25</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,21</b>	<b>1</b>					
18 LISTED	<b>0,03</b>	<b>0,20</b>	0,00	<b>0,19</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,16</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,14</b>	<b>0,17</b>	<b>1</b>				
19 INSIDER SHARE	<b>-0,02</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,10</b>	<b>0,04</b>	<b>0,03</b>	0,00	<b>0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,03</b>	<b>0,13</b>	<b>0,43</b>	<b>0,05</b>	<b>0,06</b>	<b>-0,02</b>	0,00	<b>-0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>1</b>			
20 STATE OWN	<b>0,07</b>	<b>0,13</b>	<b>0,01</b>	<b>0,16</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,18</b>	<b>0,12</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,16</b>	<b>0,09</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,11</b>	<b>1</b>		
21 TOP-3 SHARE	<b>0,06</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,07</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,03</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,08</b>	<b>-0,00</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,08</b>	<b>0,09</b>	<b>0,01</b>	<b>0,20</b>	<b>0,08</b>	<b>1</b>	

Примечание – Составлено автором.

Парная корреляция – это связь между двумя показателями, один из которых является факторным, а другой – результативным.

Значимые коэффициенты ( $p < 0,05$ ) выделены полужирным.

Таблица 20 – Различия между показателями организаций корпоративного типа в случае наличия и отсутствия факта смены генерального директора

Переменная	Отсутствие смены генерального директора		Наличие смены генерального директора		<i>t</i> -критерий Стьюдента
	Значение показателя	Стандартное отклонение	Значение показателя	Стандартное отклонение	
<b>Часть А. Показатели результатов деятельности организации</b>					
SALES	206,740	622,785	404,287	1031,318	-198,546***
ΔLOG SALES	0,020	0,583	0,039	0,644	-0,018***
NET INCOME	9,397	35,798	14,215	53,891	-4,823***
TOTAL ASSETS	189,736	680,348	459,187	1236,825	-269,448***
DEBT TO EQUITY	6,067	19,864	9,356	27,206	-3,294***
LEVERAGE	0,563	0,544	0,643	0,593	-0,080***
LIQUIDITY	5,606	13,267	6,014	15,703	-0,408***
ROA	0,078	0,210	0,054	0,214	0,023***
ROS	0,034	0,304	-0,011	0,450	0,045***
ROE	0,238	0,604	0,238	0,678	0,000
LP	1,487	2,440	2,506	4,084	-1,016***
<b>Часть Б. Прочие характеристики организации</b>					
PUBLIC	0,197	0,398	0,215	0,411	-0,018***
FIRM AGE	16,261	8,264	14,246	10,224	2,015***
LISTED	0,010	0,100	0,015	0,123	-0,005***
INSIDER_SHARE	11,488	26,836	11,198	27,532	0,291**
STATE OWN	0,037	0,188	0,088	0,283	-0,051***
TOP-3 SHARE	66,242	43,643	70,890	41,318	-4,648***
<b>Часть В. Индивидуальные характеристики генерального директора</b>					
TENURE	8,791	3,629	3,957	2,688	4,842***
DIRECT	2,102	2,462	2,251	4,506	-0,149***
PARALLEL	0,486	0,500	0,267	0,442	0,220***
SHAREHOLDER	0,170	0,376	0,142	0,349	0,028***
ON BOARD	0,486	0,500	0,446	0,497	0,040***
FOREIGN	0,047	0,211	0,042	0,201	0,004***
AGE	51,275	10,294	47,354	9,871	3,921***
FEMALE	0,138	0,345	0,167	0,373	-0,029***
N	105 101		332 243		
Примечание – Составлено автором.					

Согласно полученным эмпирическим результатам, стоимость активов и чистый доход выше для организаций, где менялся генеральный директор. В то же время коэффициенты рентабельности, за исключением рентабельности собственного капитала, в среднем ниже для тех организаций, которые меняют директоров. Более высокий ROE в этом случае может свидетельствовать о финансовой нестабильности с учетом более высоких значений финансовых рычагов.

Смены руководителя происходят тем чаще, чем моложе генеральный директор и чем меньше время, которое он занимает данный пост. Также на сменяемость влияет количество занимаемых должностей, пол, а также статус публичной организации, торгуемой на рынке. Генеральные директора, имеющие право собственности или членство в совете директоров, так же, как и иностранные граждане, увольняются реже.

Таким образом, с 2007 по 2018 г. смена генерального директора произошла более чем в 80 % организаций из выборки: в 50 % – 1 раз, в 22 % – 2 раза, в 9 % – 3 раза и более. Организации корпоративного типа, в которых произошла смена генерального директора, в среднем имеют более крупные активы; низкую рентабельность; высокие темпы объема роста продаж; высокую долговую нагрузку.

Для генеральных директоров, «защищенных» от увольнения, в среднем более характерны наличие опыта; владение акциями; членство в совете директоров. Данный факт подтверждает влияние фактора «окапывания» генерального директора на принятие решений и специфику корпоративного контроля в российских организациях корпоративного типа.

## **Выводы по главе 2**

1. Разработана трехуровневая иерархия факторов, детерминирующих смену генерального директора в организации корпоративного типа. Первый уровень предполагает традиционное деление причин смены руководителя на добровольные

и вынужденные. Второй уровень исследует причины вынужденных увольнений генерального директора организации. Ключевым фактором вынужденной смены руководителя является результативность управления, выраженная в результатах деятельности организации. К факторам третьего уровня относятся процессы корпоративного контроля: внешние, такие как экономические кризисы, изменение законодательства и уровня конкуренции, и внутренние – характеристики совета директоров, структура собственности и «окапывание» генерального директора.

2. На основе критического анализа имеющихся подходов к оценке смены генерального директора сформирована панельная база данных по 54 341 российской организации корпоративного типа с непрерывными и бинарными переменными, предложен оригинальный эмпирико-методический инструментарий, позволивший провести факторный анализ вероятности смены генеральных директоров.

3. Проведен анализ дескриптивной статистики характеристик генерального директора и наблюдаемых российских организаций корпоративного типа. Определены различия между показателями организаций корпоративного типа в случае наличия и отсутствия факта смены генерального директора. Выявлено, что только в пятой части исследуемых организаций не менялся генеральный директор. Для российских организаций корпоративного типа, в которых происходили смены генерального директора, характерны бóльшая величина активов и темпы роста объемов продаж (выручки), но более низкая рентабельность продаж и бóльшая долговая нагрузка.

### **3 Разработка регламента внутреннего контроля на основе оценки результативности деятельности генерального директора**

#### **3.1 Модель влияния результативности деятельности генерального директора на вероятность его смены в организациях корпоративного типа**

Несмотря на активное использование в исследованиях термина «результативность управления» и смежных с ним понятий (рисунок 9), их устойчивое определение отсутствует как в нормативно-правовых актах, так и в научной литературе. Терминологическая неопределенность приводит к появлению плюрализма в трактовках, что искажает получаемые научные результаты.

С одной стороны, *результативность управления как показатель эффективности деятельности руководителя* можно оценить по достижению целевых показателей, отражающих стратегические аспекты деятельности организации. Например, Дж. К. Лафта<sup>1</sup> предлагает учитывать следующие факторы для оценки результативности управления:

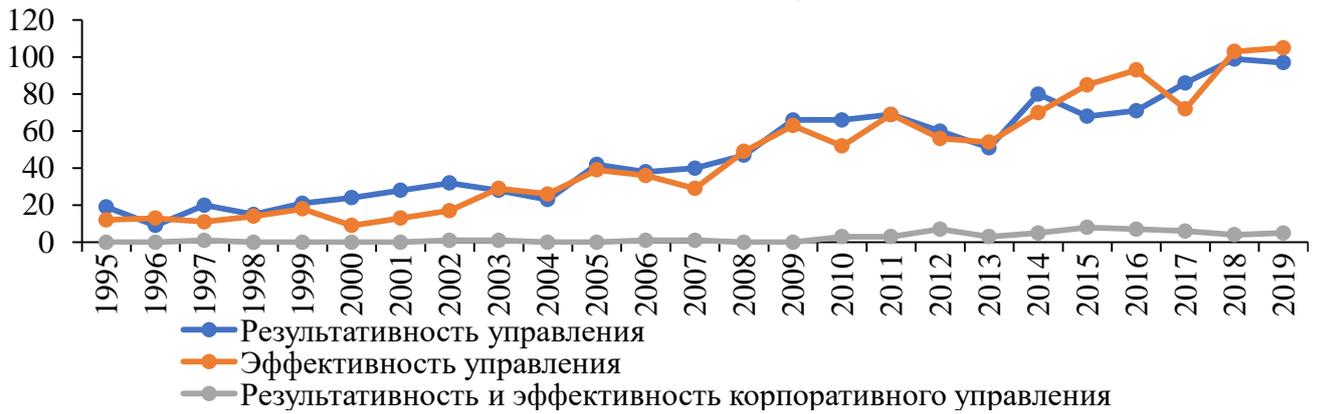
- качество целеполагания, т. е. соответствие целей внешней среде, возможностям организации и интересам ее участников;
- сила и направленность мотиваций, побуждающих участников к достижению целей;
- соответствие выбранных стратегий поставленным целям;
- объем и качество вовлекаемых ресурсов.

---

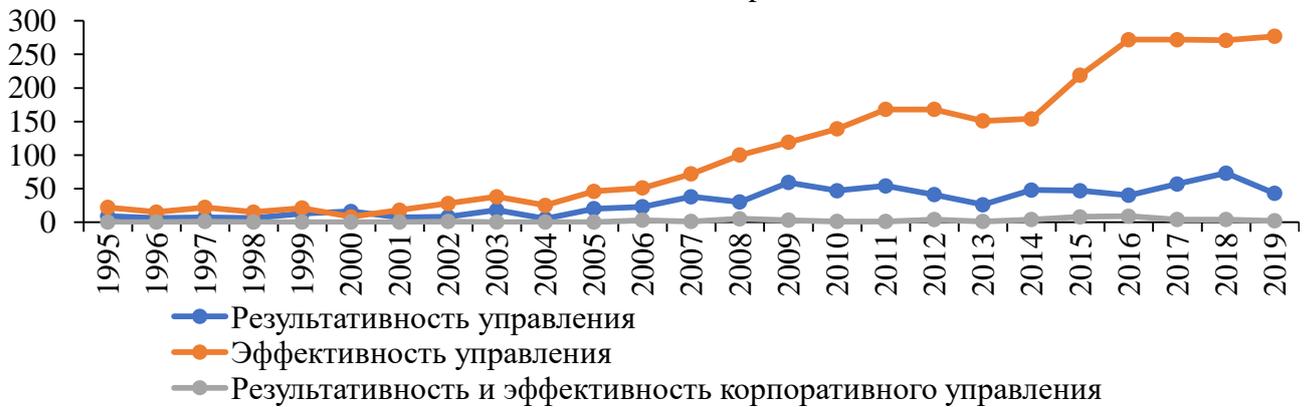
<sup>1</sup> Лафта Д. К. Эффективность менеджмента организации. – М.: Русская деловая литература, 1999. – 320 с.



а – база данных РИНЦ



б – база данных Scopus



в – база данных Web of Science

Примечание – Составлено автором.

Отбор источников проводился по поисковым запросам «результативность управления» («management performance» or «managerial performance»); «эффективность управления» («management effectiveness» or «managerial effectiveness» or «management efficiency» or «managerial efficiency»); «результативность корпоративного управления» или «эффективность корпоративного управления» («corporate governance performance» or «corporate governance effectiveness» or «corporate governance efficiency»). Отбор проводился в экономических разделах баз данных: Scopus «Business, Management and Accounting» и «Economics, Econometrics and Finance»; Web of Science: «Economics», «Management» и «Business»; РИНЦ: «Экономика. Экономические науки» и «Организация и управление».

Рисунок 9 – Статистика исследований, посвященных результативности управления в базах данных Scopus, Web of Science и РИНЦ

С другой стороны, результативность управления можно отождествить с показателями эффективности деятельности организации. Стандарт ГОСТ Р ИСО 9000-2008 «Система менеджмента качества. Основные положения и словарь» раскрывает следующие понятия:

– результативность – степень реализации запланированной деятельности и достижения запланированных результатов (п. 3.7.11);

– эффективность – связь между достигнутым результатом и использованными ресурсами (п. 3.7.10)<sup>1</sup>.

При этом результатом признается измеримый итог менеджмента (п. 3.3.3) действий (п. 3.3.11), процессов (п. 3.4.1), продукции (п. 3.7.6), услуг (п. 3.7.7), систем (п. 3.5.1) или организаций (п. 3.2.1).

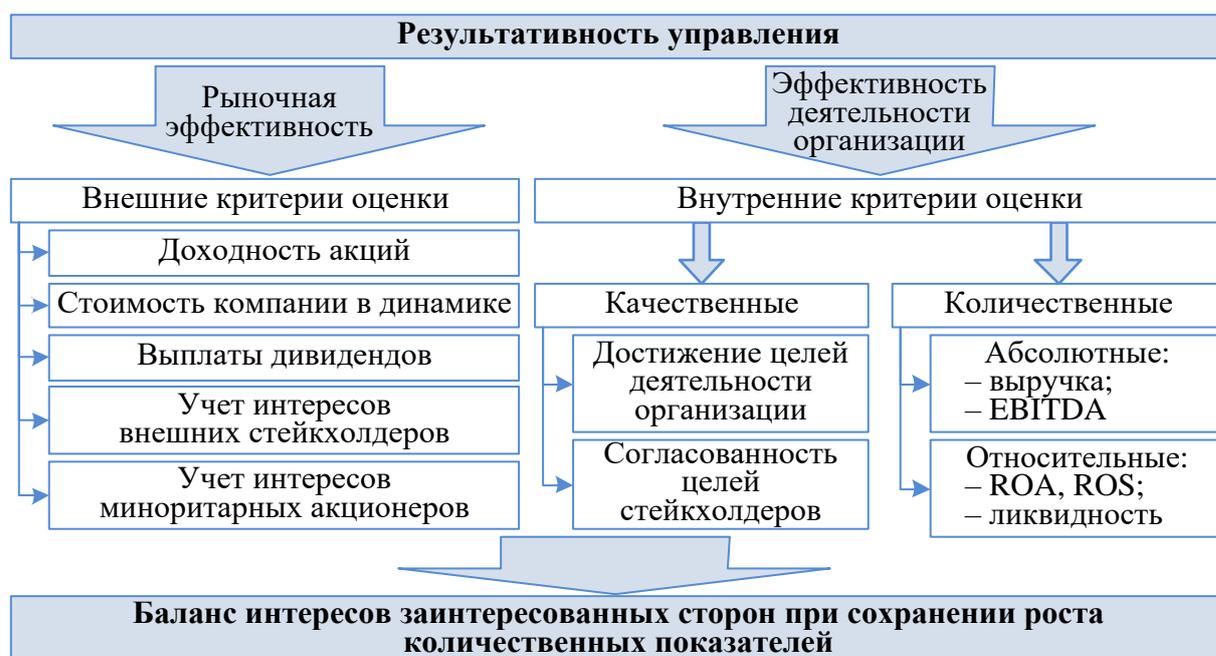
Преимущество второго подхода к оценке результативности управления заключается в наличии четко измеримых количественных критериев – показателей рентабельности, степени выполнения плановых показателей, эффективности использования ресурсов, производительности труда, уровня инновационности выпущенной продукции. При сравнении сложных многомерных объектов в качестве измерителя результативности чаще всего за основу берут выручку или прибыль организации.

В случае работы с листинговой организацией в качестве таких показателей берутся также внешние критерии эффективности: доходность акций, капитализация бизнеса, рост ее рыночных мультипликаторов, рост прибыли на 1 акцию, рост дивидендов, стейкхолдерская стоимость и пр.

*Однако важно разграничивать понятия результативности организации и результативности управления, поскольку во втором случае речь идет об оценке конкретного лица (группы лиц). В то же время результативность деятельности генерального директора напрямую связана с достижением целевых показателей деятельности организации и гармонизацией интересов всех ее стейкхолдеров (рисунки 10).*

---

<sup>1</sup> ГОСТ Р ИСО 9000-2015. Системы менеджмента качества. Основные положения и словарь. – URL: <http://docs.cntd.ru/document/1200124393> (дата обращения: 19.01.2020).



Примечание – Составлено автором.

Рисунок 10 – Показатели организации корпоративного типа, с помощью которых можно оценить результативность деятельности генерального директора

В большинстве работ подтверждается статистически значимая связь между показателями деятельности организации и сменой их руководителей<sup>1</sup>. Вместе с тем полемика относительно ряда существенных моментов заставляет авторов считать исследуемый вопрос не до конца решенным (таблица 21).

А. Муравьев<sup>2</sup> на основе анализа данных по 437 российским производственным предприятиям в период с 1995 по 2000 г. считает, что вероятность смены ге-

<sup>1</sup> См., например: Bonnier K. A., Bruner R. F. An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms // Journal of accounting and economics. – 1989. – Vol. 11, no. 1. – P. 95–106; Khanna N., Poulsen A. B. Managers of financially distressed firms: Villains or scapegoats? // The journal of finance. – 1995. – Vol. 50, no. 3. – P. 919–940; Crespí-Cladera R., Pascual-Fuster B. Executive directors' pay, networks and operating performance: The influence of ownership structure // Journal of accounting and public policy. – 2015. – Vol. 34, no. 2. – P. 175–203; Fiordelisi F., Ricci O. Corporate culture and CEO turnover // Journal of corporate finance. – 2014. – Vol. 28. – P. 66–82; Jenter D., Lewellen K. A. Performance-induced CEO turnover. – London: Centre for Economic Policy Research, 2017. – 57 p. – (CEPR Discussion Paper; no. DP12274); Jenter D., Kanaan F. CEO turnover and relative performance evaluation // Journal of finance. – 2015. – Vol. 70, no. 5. – P. 2155–2184; Gao H., Harford J., Li K. CEO turnover-performance sensitivity in private firms // Journal of financial and quantitative analysis. – 2017. – Vol. 52, no. 2. – P. 583–611.

<sup>2</sup> Muravyev A. Turnover of senior managers in Russian privatized firms // Comparative economic studies. – 2003. – Vol. 45, no. 2. – P. 148–172.

нерального директора имеет тесную обратную связь с производительностью труда, измеряемой как отношение объема продаж к численности персонала. Генеральные директора организаций, связанных с внешними инвесторами (особенно с региональными властями), с большей вероятностью будут уволены по причине низкой производительности труда по сравнению с их коллегами в организациях, где инвесторы внутренние. Более того, размер совета директоров и присутствие в нем представителей региональных органов власти являются факторами, способствующими более высокой чувствительности к результативности деятельности организации и, следовательно, более внимательному контролю за деятельностью генерального директора.

Таблица 21 – Исследования оценки влияния показателей результатов деятельности организации на вероятность смены генерального директора в развитых и переходных экономиках

Показатель результативности	Развитые экономики		Переходные/ развивающиеся экономики	
	Влияние на вероятность смены	Авторы исследований	Влияние на вероятность смены	Авторы исследований
Доходность акций	Да	J. B. Warner, R. L. Watts, K. H. Wruck <sup>1</sup> , S. N. Kaplan, B. A. Minton <sup>2</sup> , D. Jenter, F. Kanaan <sup>3</sup> , D. Jenter, K. A. Lewellen <sup>4</sup>	Нет	Р. Р. Бикбов <sup>5</sup> , А. Р. Пентюк, С. А. Солнцев <sup>6</sup>

<sup>1</sup> Warner J. B., Watts R. L., Wruck K. H. Stock prices and top management changes // Journal of financial economics. – 1988. – Vol. 20. – P. 461–492.

<sup>2</sup> Kaplan S. N., Minton B. A. How has CEO turnover changed? // International review of finance. – 2012. – Vol. 12, no. 1. – P. 57–87.

<sup>3</sup> Jenter D., Kanaan F. CEO turnover and relative performance evaluation // Journal of finance. – 2015. – Vol. 70, no. 5. – P. 2155–2184.

<sup>4</sup> Jenter D., Lewellen K. A. Performance-induced CEO turnover. – London: Centre for Economic Policy Research, 2017. – 57 p. – (CEPR Discussion Paper; no. DP12274).

<sup>5</sup> Бикбов Р. Р. Конкуренция и смена менеджеров в России: препринт. – М.: Рос. экон. шк., 2001. – 33 с.

<sup>6</sup> Пентюк А. Р., Солнцев С. А. Эмпирическая оценка факторов смены руководителей российских торгуемых компаний. – М.: Высшая школа экономики, 2015. – 43 с.

## Продолжение таблицы 21

Показатель результативности	Развитые экономики		Переходные/ развивающиеся экономики	
	Влияние на вероятность смены	Авторы исследований	Влияние на вероятность смены	Авторы исследований
Рентабельность активов	Да	S. S. Dikolli, W. J. Mayew, D. Nanda <sup>1</sup> , R. W. Masulis, S. Mobbs <sup>2</sup> , H. Gao, J. Harford, K. Li <sup>3</sup>	Да	M. S. Gibson <sup>4</sup> , T. Kato, C. Long <sup>5</sup> , A. Muravyev, O. Talavera, O. Bilyk, B. Grechanyuk <sup>6</sup>
Рентабельность продаж	Да	F. Cornelli, O. Karakaş <sup>7</sup>	Да	T. Kato, C. Long <sup>8</sup> , A. Muravyev, O. Talavera, O. Bilyk, B. Grechanyuk <sup>9</sup>
Темпы роста выручки	Да	S. N. Kaplan <sup>10</sup> , H. Gao, J. Harford, K. Li <sup>11</sup>	Нет	M. Goltsman <sup>12</sup> , N. Abe, I. Iwasaki <sup>13</sup>

<sup>1</sup> Dikolli S. S., Mayew W. J., Nanda D. CEO tenure and the performance-turnover relation // Review of accounting studies. – 2014. – Vol. 19, no. 1. – P. 281–327.

<sup>2</sup> Masulis R. W., Mobbs S. Independent director incentives: Where do talented directors spend their limited time and energy? // Journal of financial economics. – 2014. – Vol. 111, no. 2. – P. 406–429.

<sup>3</sup> Gao H., Harford J., Li K. CEO turnover-performance sensitivity in private firms // Journal of financial and quantitative analysis. – 2017. – Vol. 52, no. 2. – P. 583–611.

<sup>4</sup> Gibson M. S. Is corporate governance ineffective in emerging markets? // Journal of financial and quantitative analysis. – 2003. – Vol. 38, no. 1. – P. 231–250.

<sup>5</sup> Kato T., Long C. CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: evidence from micro data // Journal of Comparative Economics. – 2006. – Vol. 34, no. 4. – P. 796–817.

<sup>6</sup> Muravyev A., Talavera O., Bilyk O., Grechanyuk B. Is corporate governance effective in Ukraine? A crude test using chief executive officer turnover data // Eastern European economics. – 2010. – Vol. 48, no 2. – P. 5–24.

<sup>7</sup> Cornelli F., Karakaş O. CEO turnover in LBOs: The role of boards. – [S. l.], 2015. – URL: [http://www.fcornelli.uk/images/reports/Full\\_Manuscript\\_-\\_CEO\\_Turnover\\_in\\_LBOs.pdf](http://www.fcornelli.uk/images/reports/Full_Manuscript_-_CEO_Turnover_in_LBOs.pdf) (дата обращения: 11.03.2020).

<sup>8</sup> Kato T., Long C. CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data // Journal of comparative economics. – 2006. – Vol. 34, no. 4. – P. 796–817.

<sup>9</sup> Muravyev A., Talavera O., Bilyk O., Grechanyuk B. Is corporate governance effective in Ukraine? A crude test using chief executive officer turnover data // Eastern European economics. – 2010. – Vol. 48, no 2. – P. 5–24.

<sup>10</sup> Kaplan S. N. Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the United States // Journal of political Economy. – 1994. – Vol. 102, no. 3. – P. 510–546.

<sup>11</sup> Gao H., Harford J., Li K. CEO turnover-performance sensitivity in private firms // Journal of financial and quantitative analysis. – 2017. – Vol. 52, no. 2. – P. 583–611.

<sup>12</sup> Goltsman M. Empirical analysis of managerial turnover in Russian firms. – М.: Рос. экон. шк., 2000. – 30 с. – (Best student papers : Working paper no. BSP/2000/035).

<sup>13</sup> Abe N., Iwasaki I. Organisational culture and corporate governance in Russia: A study of managerial turnover // Post-Communist economies. – 2010. – Vol. 22, no. 4. – P. 449–470.

## Продолжение таблицы 21

Показатель результативности	Развитые экономики		Переходные/ развивающиеся экономики	
	Влияние на вероятность смены	Авторы исследований	Влияние на вероятность смены	Авторы исследований
Прибыль	Да	S. N. Kaplan <sup>1</sup> , S. S. Dikolli, W. J. Mayew, D. Nanda <sup>2</sup>	Да	Р. Капелюшников, Н. Демина <sup>3</sup>
Производительность труда	–	–	Да	М. Goltsman <sup>4</sup> , А. Muravyev <sup>5</sup>
Выплаты дивидендов	–	–	Нет	Н. Abe, I. Iwasaki <sup>6</sup>
Инвестиции в НИОКР, основные фонды	–	–	Нет	Р. И. Капелюшников <sup>7</sup>
Примечание – Составлено автором.				

Р. Капелюшников и Н. Демина<sup>8</sup> на основе отслеживания выборки из 500 промышленных компаний с 1995 по 2003 г. полагают, что вероятность увольнения генерального директора сильнее всего зависит от результативности организации, структуры собственности и интенсивности перераспределения акций. В частности, она выше в организациях, где происходит изменение держателя контрольного пакета акций.

<sup>1</sup> Kaplan S. N. Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the United States // Journal of political economy. – 1994. – Vol. 102, no. 3. – P. 510–546.

<sup>2</sup> Dikolli S. S., Mayew W. J., Nanda D. CEO tenure and the performance-turnover relation // Review of accounting studies. – 2014. – Vol. 19, no. 1. – P. 281–327.

<sup>3</sup> Капелюшников Р., Демина Н. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий // Вопросы экономики. – 2005. – № 2. – С. 53–68.

<sup>4</sup> Goltsman M. Empirical analysis of managerial turnover in Russian firms. – М.: Рос. экон. шк., 2000. – 30 с. – (Best student papers : Working paper no. BSP/2000/035).

<sup>5</sup> Muravyev A. Turnover of senior managers in Russian privatized firms // Comparative economic studies. – 2003. – Vol. 45, no. 2. – P. 148–172.

<sup>6</sup> Abe N., Iwasaki I. Organisational culture and corporate governance in Russia: A study of managerial turnover // Post-Communist economies. – 2010. – Vol. 22, no. 4. – P. 449–470.

<sup>7</sup> Капелюшников Р. И. Мобильность и идентичность руководителей российских промышленных предприятий. – М.: Высшая школа экономики, 2015. – 45 с.

<sup>8</sup> Капелюшников Р. И., Демина Н. В. Обновление высшего менеджмента российских промышленных предприятий: свидетельства «Российского экономического барометра» // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Т. 3, № 3. – С. 27–42.

ного пакета акций, в убыточных организациях и принадлежащих собственникам-аутсайдерам.

А. Пентюк и С. Солнцев<sup>1</sup> рассматривают выборку российских компаний, котировавшихся на крупнейших биржах мира в период с 2003 по 2013 г. Идея исследования заключается в том, что эффективное корпоративное управление имеет первостепенное значение для этих компаний, поскольку это публичные организации, использующие МСФО. Авторы делают вывод, что динамика рентабельности активов и – в меньшей степени – рост объемов продаж определяют решения об отставке генерального директора. В отличие от большинства предшествующих работ, результаты этого эмпирического анализа показывают, что смена руководителей способствует более высокой рентабельности активов в организации.

Ряд исследований по России объясняет слабую связь между результативностью деятельности организации и вероятностью смены генеральных директоров значительным «окапыванием» топ-менеджмента, слабым функционированием внутренних корпоративных норм, отсутствием/неисполнимостью законодательства о регулировании деятельности организаций, отсутствием детальной и прозрачной документации о результатах деятельности организаций, существенной информационной асимметрией, спецификой корпоративной культуры.

Так, N. Abe и I. Iwasaki<sup>2</sup> отмечают, что корпоративная культура российских компаний основывается на авторитаризме и высокой степени коллективизма. Наличие доминирующего российского собственника в организации значительно снижает вероятность смены одновременно и генерального директора, и его команды (топ-менеджмента), в то время как наличие иностранного собственника увеличивает вероятность ротации директора.

В России интерес ученых сосредоточен в основном на оценке влияния результатов деятельности организации на вероятность смены генерального директо-

---

<sup>1</sup> Пентюк А. Р., Солнцев С. А. Эмпирическая оценка факторов смены руководителей российских торгуемых компаний. – М.: Высшая школа экономики, 2015. – 43 с.

<sup>2</sup> Abe N., Iwasaki I. Organisational culture and corporate governance in Russia: A study of managerial turnover // Post-Communist economies. – 2010. – Vol. 22, no. 4. – P. 449–470.

ра<sup>1</sup>. Однако выводы этих работ также неоднозначны, так как бóльшая часть исследований проведена на малых выборках и (или) на данных опросов.

Таким образом, прежние исследования, подробно описанные в предыдущих главах диссертации, демонстрируют некоторые лакуны в изучении зависимости «смена генерального директора – результативность управления», «результативность управления – смена генерального директора»:

1) отсутствует единое мнение насчет направления влияния результатов деятельности организации на смену генерального директора и наоборот. В большинстве источников подчеркивается, что смена директора обычно происходит в не лучший для организации период, когда результаты деятельности бизнеса снижаются и в обязанности совета директоров входит замена генерального директора. В то же время приход нового руководителя создает потенциал для положительных стратегических изменений;

2) отсутствуют российские исследования, оценивающие данную зависимость на большом массиве данных;

3) практически отсутствует анализ динамики процессов, определяющих устойчивость тенденций при выявлении влияния смены генерального директора на результаты организации и наоборот.

При эконометрическом моделировании влияния результативности управления на вероятность смены генерального директора имеется ряд проблем, которые необходимо нивелировать.

---

<sup>1</sup> См., например: Goltsman M. Empirical analysis of managerial turnover in Russian firms. – М.: Рос. экон. шк., 2000. – 30 с. – (Best student papers: Working paper no. BSP/2000/035); Рощин С. Ю., Солнцев С. А. Рынок труда топ-менеджеров в России: между внешним наймом и внутренним продвижением // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Т. 3, № 4. – С. 11–28; Капелюшников Р. И., Демина Н. В. Обновление высшего менеджмента российских промышленных предприятий: свидетельства «Российского экономического барометра» // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Т. 3, № 3. – С. 27–42; Долгопятова Т. Г. Эмпирический анализ корпоративного контроля в российских компаниях: когда крупные акционеры отходят от исполнительного управления? // Российский журнал менеджмента. – 2007. – Т. 5, № 3. – С. 27–52.; Muravyev A., Talavera O., Bilyk O., Grechanyuk B. Is corporate governance effective in Ukraine? A crude test using chief executive officer turnover data // Eastern European Economics. – 2010. – Vol. 48, no 2. – P. 5–24.; Солнцев С. А. Изменения на российском рынке труда топ-менеджеров в период кризиса: свидетельства эмпирического исследования // Российский журнал менеджмента. – 2013. – Т. 11, № 1. С. 3–18.; Капелюшников Р. И. Мобильность и идентичность руководителей российских промышленных предприятий. – М.: Высшая школа экономики, 2015. – 45 с.

Во-первых, выводы сильно зависят от того, как строится интересующая переменная. Для устранения различий между вынужденными и добровольными отставками традиционно используется алгоритм R. Parrino<sup>1</sup>, хотя ряд исследователей сомневается в необходимости такой процедуры<sup>2</sup>. Суть алгоритма заключается в идентификации причин отставки с учетом возраста генерального директора: при возрасте более 60 лет все отставки считаются добровольными. *С учетом проблем идентификации причин увольнения генерального директора в диссертации принимается допущение о том, что все факты замены считаются принудительными.*

Во-вторых, довольно сложно выбрать показатель результативности управления (объясняющую переменную в модели), поскольку на практике спектр этих показателей очень широк. С одной стороны, доходность акций считается наиболее информативным показателем<sup>3</sup>. С другой стороны, изменение цены на акции часто связано не с усилиями руководства, а, например, с изменениями учетной ставки, общеэкономической ситуации и иными внешними шоками. Кроме того, крайне ограниченная роль фондового рынка в странах с переходной экономикой подразумевает, что этот и соответствующие показатели эффективности рынка (например, биржевая котировка акций и коэффициент Тобина) не применимы к изучению результативности управления в российских организациях корпоративного типа<sup>4</sup>. Данный факт подтверждается тем, что удельный вес публичных акционерных обществ в России составляет всего 20,5 % по данным 2019 г.

---

<sup>1</sup> Parrino R. CEO turnover and outside succession a cross-sectional analysis // Journal of financial economics. – 1997. – Vol. 46, no. 2. – P. 165–197.

<sup>2</sup> Jenter D., Lewellen K. A. Performance-induced CEO turnover. – London: Centre for Economic Policy Research, 2017. – 57 p. – (CEPR Discussion Paper; no. DP12274).

<sup>3</sup> Guo L., Masulis R. W. Board structure and monitoring: New evidence from CEO turnovers // The review of financial studies. – 2015. – Vol. 28, no. 10. – P. 2770–2811.

<sup>4</sup> Muravyev A., Talavera O., Bilyk O., Grechanyuk B. Is corporate governance effective in Ukraine? A crude test using chief executive officer turnover data // Eastern European economics. – 2010. – Vol. 48, no 2. – P. 5–24.

В исследованиях стран с переходной экономикой<sup>1</sup> чаще всего используются внутрифирменные показатели эффективности: рентабельность активов (ROA), рентабельность продаж (ROS), рост объема продаж ( $\Delta \text{LOG SALES}$ ) и производительность труда работников (LP). Коэффициенты рентабельности рассчитываются на основе EBIT для устранения влияния фактора структуры капитала организации.

Для предотвращения проблемы эндогенности используются значения с лагом в 1 год, т. е. обратная причинно-следственная связь между результатами деятельности организации и последующей сменой генерального директора.

В-третьих, очень важно учитывать экстремальные значения независимой переменной. Лог-преобразование<sup>2</sup> и винзоризация<sup>3</sup> являются распространенными способами устранения выбросов в показателях результативности, хотя в литературе иногда встречаются и другие методы<sup>4</sup>.

В настоящем исследовании взяты логарифмы непрерывных неотрицательных переменных с нормальным распределением, проведена процедура винзоризации в диапазоне от 2,5 % до 97,5 %, что представляется достаточным для устранения помех в расчетах.

В-четвертых, еще одной проблемой моделирования является выбор контрольных переменных. Так, организации разной отраслевой принадлежности демонстрируют различные показатели результативности. Однако нет единого мнения о том, как следует учитывать структуру отраслевой выборки и рассчитывать веса организаций различных отраслей – одинаково среди всех организаций или в соответствии с их стоимостью<sup>5</sup>. Чаще всего используется первый вариант из-за простоты проверки надежности расчетов.

---

<sup>1</sup> См., например: Muravyev A., Talavera O., Bilyk O., Grechanyuk B. Is corporate governance effective in Ukraine? A crude test using chief executive officer turnover data // *Eastern European economics*. – 2010. – Vol. 48, no 2. – P. 5–24; Kato T., Long C. CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data // *Journal of comparative economics*. – 2006. – Vol. 34, no. 4. – P. 796–817.

<sup>2</sup> Логарифмирование данных.

<sup>3</sup> Процедура обработки данных, позволяющая устранить большие выбросы значений.

<sup>4</sup> Gao H., Harford J., Li K. CEO turnover-performance sensitivity in private firms // *Journal of financial and quantitative analysis*. – 2017. – Vol. 52, no. 2. – P. 583–611.

<sup>5</sup> Jenter D., Kanaan F. CEO turnover and relative performance evaluation // *Journal of finance*. – 2015. – Vol. 70, no. 5. – P. 2155–2184.

В-пятых, ограниченность выборки имеет важные последствия при интерпретации результатов. Например, организации, работающие в финансовых отраслях, часто исключаются из анализа из-за особенностей регулирования<sup>1</sup>. Поэтому для учета возможных различий в механизмах смены генеральных директоров по отраслям и регионам введены фиксированные эффекты.

В-шестых, возникают проблемы, связанные с разностью результатов в различные периоды времени. Если в краткосрочном периоде мы получили определенную зависимость, то в долгосрочной перспективе эта зависимость может измениться. Настоящее исследование, как и прежние, фокусируется на краткосрочных результатах. Периодичность исследования – 1 год.

Сам выбор эконометрической модели также представляет определенную трудность. Исследования демонстрируют широкий спектр моделей: анализ выживаемости<sup>2</sup>, мультиномиальный логит, анализ линейной вероятностной регрессии. Существуют также уникальные расчеты, в которых используется оценка методом разность разностей<sup>3</sup> и модель конкурентного назначения (competitive assignment model)<sup>4</sup>.

Однако наиболее распространенными подходами являются модели двоичного выбора, включая стандартную логит-регрессию и – в меньшей степени – пробит-регрессию. Поскольку эффективность использования логит-регрессии доказана значительным пулом работ, мы также принимаем эту модель как базовую, дополняя ее случайными эффектами:

---

<sup>1</sup> Muravyev A. Boards of directors in Russian publicly traded companies in 1998–2014: structure, dynamics and performance effects // Economic systems. – 2017. – Vol. 41, no 1. – P. 5–25.

<sup>2</sup> Класс статистических моделей, позволяющих оценить вероятность наступления события. Данная группа статистических методов получила свое название вследствие их изначально широкого применения в медицинских исследованиях для оценки продолжительности жизни при изучении эффективности методов лечения. Позднее данные методы стали применяться в страховой сфере, а также в социальных науках.

<sup>3</sup> Метод исследования, когда одни и те же объекты внутри групп наблюдаются в каждом периоде, среднее изменение исхода во второй (контрольной) группе вычитается из среднего изменения исхода в первой (опытной) группе.

<sup>4</sup> Eisfeldt A. L., Kuhnen C. M. CEO turnover in a competitive assignment framework // Journal of financial economics. – 2013. – Vol. 109, no. 2. – P. 351–372.

$$Pr(\text{CEO turnover}_{i,t}) = \alpha_i + \beta_1 \text{Perfomance}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Firm controls}_{i,t} + \beta_3 \text{CEO controls}_{i,t-1} + \text{Industry FE} + \text{Year FE} + \text{Region FE} + \varepsilon, \quad (2)$$

где  $\text{CEO turnover}_{i,t}$  – индикатор смены генерального директора, принимает значение 1, если имя текущего генерального директора не совпадает с именем предыдущего генерального директора, иначе – 0;  $\alpha_i$  – выражает индивидуальный эффект организации  $i$ ;  $\beta_i$  – коэффициент модели;  $\text{Perfomance}_{i,t-1}$  – показатели результативности управления, такие как рентабельность активов (ROA), рентабельность продаж (ROS), производительность труда (LP), темп роста выручки ( $\Delta \text{LOG SALES}$ );  $\text{Firm controls}_{i,t}$  – показатели, характеризующие организацию, такие как величина активов (LOG ASSETS), возраст (FIRM AGE), концентрация в отрасли (LOG COMP), финансовая устойчивость (LEVERAGE);  $\text{CEO controls}_{i,t-1}$  – характеристики генерального директора, такие как срок его пребывания в должности (TENURE), совмещение должностей (PARALLEL), гражданство (FOREIGN), пол (FEMALE); Industry FE – дамми-переменная для отрасли в целях учета ненаблюдаемой гетерогенности; например, если относится к отрасли, то 1, если нет – 0 (по каждой из отраслей); Year FE – дамми-переменная для года в целях учета временного тренда; если наблюдение, например 2016 г., то в показателе этой переменной будет 1, иначе – 0; Region FE – дамми-переменная для региона в целях учета ненаблюдаемой гетерогенности; например, если организация находится в регионе «Свердловская область», то получает значение 1, если нет – 0 (так по каждому региону).

В соответствии с прежними практиками в модели также учитываются факторы, влияющие на чувствительность связи «результативность управления – смена генерального директора». Перечисленные ниже переменные включены в модель отдельно и в качестве условий взаимодействия с показателями результативности управления:

- 1) общее количество директоров в совете (BOARD SIZE);
- 2) наличие акций у генерального директора (SHAREHOLDER) и доля инсайдеров (INSIDER SHARE). Эти показатели могут быть эндогенными, поэтому в отдельных моделях возможно использование только одного из них;

- 3) участие генерального директора в совете директоров (ON BOARD);
- 4) количество лет, в течение которых директор занимает позицию до рассматриваемого периода (TENURE);
- 5) сумма трех крупнейших долей капитала (TOP-3 SHARE);
- 6) наличие государственной собственности в структуре организации (STATE OWN);
- 7) финансовый кризис (BEFORE 2011) – бинарная переменная, до 2011 г. – 1, после 2011 – 0;
- 8) индикатор для организаций, зарегистрированных как открытое (публичное) акционерное общество (PUBLIC);
- 9) индикатор для организаций, торгуемых на ММВБ и РТС (LISTED).

Зависимая переменная также может значительно варьироваться из-за факторов, которые не являются основным направлением исследования. Чтобы зафиксировать их влияние, вводится набор следующих управляющих переменных:

1) размер организации, измеряемый через логарифм ее совокупных активов (LOG ASSETS) или его заменителей, продажи (LOG SALES) и количество работников (LOG EMPLOYMENT). Смене более подвержены генеральные директора крупных организаций<sup>1</sup>;

2) возраст организации, измеряемый как количество лет с момента регистрации (FIRM AGE). Старые организации более устойчивы и имеют меньше шансов сменить генерального директора<sup>2</sup>;

3) концентрация в отрасли, измеряемая через логарифм количества организаций в регионе (LOG COMP). Географическая близость способствует формированию пулов на рынке труда и упрощает доступ к конкретному человеческому капиталу, вызывая увеличение конкуренции и частоты замещений<sup>3</sup>;

---

<sup>1</sup> Huson M. R., Parrino R., Starks L. T. Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: a long-term perspective // The journal of finance. – 2001. – Vol. 56, no. 6. – P. 2265–2297.

<sup>2</sup> Gao H., Harford J., Li K. CEO turnover-performance sensitivity in private firms // Journal of financial and quantitative analysis. – 2017. – Vol. 52, no. 2. – P. 583–611.

<sup>3</sup> Porter M. E. On competition. – Updated and expanded ed. – Boston: Harvard Business School Pub., 2008. – 544 p.

4) финансовые ограничения, т. е. отношение заемного капитала к активам (LEVERAGE) и отношение заемного капитала к собственному капиталу (DEBT TO EQUITY), которые используются взаимозаменяемо, и коэффициент ликвидности (LIQUIDITY). Существующие исследования отражают сильное позитивное влияние высокой доли долговых обязательств на вероятность смены генерального директора, в то время как данные о влиянии ликвидности неоднозначны<sup>1</sup>;

5) персональные характеристики генерального директора, т. е. показатели, отражающие его пол (FEMALE), гражданство (FOREIGN), параллельную работу в других должностях (PARALLEL), непрерывный стаж (TENURE), возраст (AGE). Согласно исследованиям, мужчины и неопытные руководители имеют более высокую вероятность замены по сравнению с женщинами и руководителями со стажем, в то время как результаты по другим факторам неубедительны<sup>2</sup>.

Учет выделенных ранее факторов смены генерального директора (п. 2.1 диссертации) позволяет выдвинуть ряд гипотез (таблица 22).

Таблица 22 – Гипотезы о влиянии результативности управления на вероятность смены генерального директора в организациях корпоративного типа

Группа гипотез	Содержание гипотезы	Объяснение гипотезы
1. Базовая	H1. Чем выше показатели результативности управления, тем ниже вероятность смены генерального директора организации, и наоборот	Высокие показатели результативности управления подтверждают хорошую работу генерального директора, что объясняет его дальнейшую работу на посту
2. Характеристики генерального директора, влияющие на его уровень «окапывания»	H2.1. Чем больше стаж работы в должности, тем ниже вероятность смены генерального директора	Увеличение стажа работы в должности ведет к увеличению личного влияния генерального директора и снижает вероятность увольнения

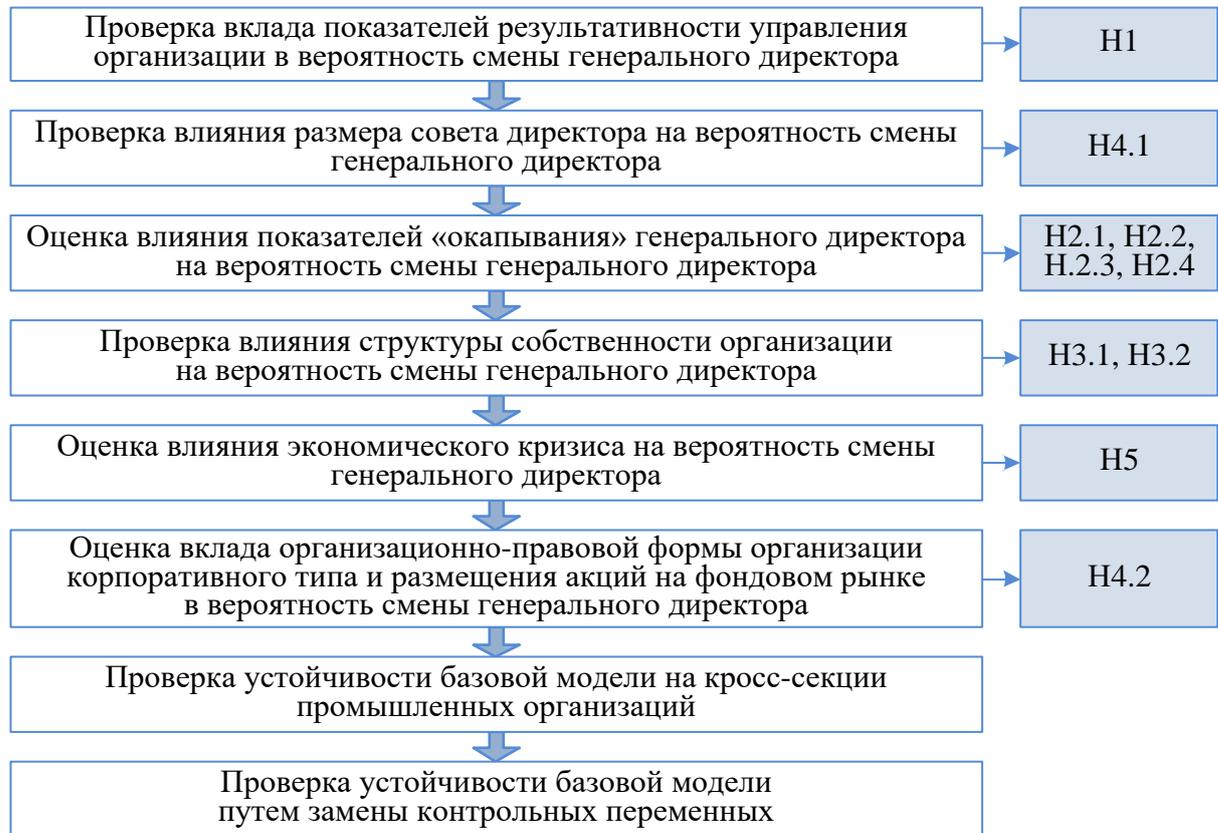
<sup>1</sup> Muravyev A., Talavera O., Bilyk O., Grechanyuk B. Is corporate governance effective in Ukraine? A crude test using chief executive officer turnover data // Eastern European Economics. – 2010. – Vol. 48, no 2. – P. 5–24.

<sup>2</sup> См., например: Рощин С. Ю., Солнцев С. А. Рынок труда топ-менеджеров в России: между внешним наймом и внутренним продвижением // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Т. 3, № 4. – С. 11–28.; Dikolli S. S., Mayew W. J., Nanda D. CEO tenure and the performance-turnover relation // Review of accounting studies. – 2014. – Vol. 19, no. 1. – P. 281–327.

## Продолжение таблицы 22

Группа гипотез	Содержание гипотезы	Объяснение гипотезы
	H2.2. При наличии у генерального директора акций организации вероятность смены генерального директора ниже	Наличие акций организации у генерального директора может вести к возможности оказывать влияние на решения собственников и снижать вероятность увольнения
	H2.3. Наличие акций у менеджмента организации снижает вероятность смены генерального директора	Генеральный директор может иметь рычаги воздействия на собственников-инсайдеров, что может оказать влияние на принятие решения о его отставке
	H2.4. Если генеральный директор является членом совета директоров организации, вероятность его увольнения снижается	Если генеральный директор является членом совета директоров, то может препятствовать принятию решения о своем увольнении
3. Структура собственности организации	H3.1. Присутствие государства в качестве собственника снижает вероятность смены генерального директора организации	Государство может иметь иные цели функционирования организации, помимо результативности управления, что должно снижать вероятность увольнения генерального директора при плохих результатах
	H3.2. Чем выше уровень концентрации собственности (рассчитываемый как доля трех крупнейших акционеров), тем выше вероятность смены генерального директора	Высокая концентрация собственности предполагает более высокую заинтересованность в результативности управления и более простой механизм принятия решения об отставке
4. Качество корпоративного контроля	H4.1. Чем больше размер совета директоров, тем ниже вероятность смены генерального директора	Большой совет директоров предполагает наличие проблемы «безбилетника», что снижает уровень контроля
	H4.2. Если организация является публичной, вероятность смены генерального директора выше	Публично торгуемые организации склонны привлекать краткосрочных инвесторов. Они могут остро реагировать на плохие краткосрочные результаты, что способствует увольнению генерального директора
5. Внешние факторы	H5. Во время экономического кризиса повышается вероятность смены генерального директора	Предположительно в кризисный период могут меняться требуемые компетенции генерального директора (например, переориентация с роста продаж на снижение издержек)
Контрольные переменные личных характеристик генерального директора	В соответствии с теорией вышших эшелонов результативность управления зависит от наблюдаемых характеристик генерального директора	Принятие решений генеральным директором зависит от его личных способностей к восприятию информации, принимаемые решения в конечном итоге влияют на результативность управления
Примечание – Составлено автором.		

Последовательность эконометрического оценивания представлена на рисунке 11.



Примечание – Составлено автором.

Рисунок 11 – Последовательность эконометрического оценивания

На *первом шаге моделирования* проверяется вклад показателей результативности управления организаций корпоративного типа в вероятность смены генерального директора. В таблице 23 представлены пять спецификаций оценивания. В каждой из спецификаций используются различные показатели результативности управления.

Результаты первого шага моделирования демонстрируют статистически значимое отрицательное влияние каждого параметра результативности управления (рентабельности активов, рентабельности продаж, изменения объема продаж) на вероятность смены генерального директора, хотя производительность труда лишь незначительно значима.

Таблица 23 – Результаты оценки влияния параметров базовой модели на вероятность смены генеральных директоров

Зависимая переменная: CEO turnover	Ожидаемый знак	Спецификация				
		1	2	3	4	5
ROA	–	–0,047*** (0,002)				–0,043*** (0,003)
ROS	–		–0,012*** (0,001)			
LP	+			–0,000+ (0,000)		
ΔLOG SALES	–				–0,009*** (0,001)	–0,006*** (0,001)
LOG ASSETS	+	0,006*** (0,000)	0,007*** (0,000)	0,008*** (0,000)	0,008*** (0,000)	0,008*** (0,000)
LEVERAGE	+	0,006*** (0,001)	0,014*** (0,001)	0,017*** (0,001)	0,018*** (0,001)	0,013*** (0,001)
FIRM AGE	–	–0,000*** (0,000)	–0,000*** (0,000)	–0,000*** (0,000)	–0,000*** (0,000)	–0,000*** (0,000)
LOG COMP	+	0,003** (0,0010)	0,001 (0,001)	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)
TENURE	–	–0,007*** (0,000)	–0,006*** (0,000)	–0,007*** (0,000)	–0,006*** (0,000)	–0,006*** (0,000)
FEMALE	–	–0,004** (0,001)	–0,003* (0,001)	–0,003*** (0,001)	–0,003* (0,001)	–0,003* (0,001)
FOREIGN	+/-	0,090*** (0,003)	0,098*** (0,003)	–0,100*** (0,003)	0,103*** (0,004)	0,104*** (0,004)
PARALLEL	+/-	–0,066*** (0,001)	–0,063*** (0,001)	–0,064*** (0,001)	–0,065*** (0,001)	–0,065*** (0,001)
Industry FE		Да	Да		Да	Да
Year FE		Да	Да		Да	Да
Region FE		Да	Да		Да	Да
Число наблюдений		328 677	285 034		256 365	256 365
Pseudo R <sup>2</sup>		0,158	0,157		0,148	0,150
<p>Примечание – Составлено автором. Стандартные ошибки указаны в скобках. *** <math>p &lt; 0,001</math>. ** <math>p &lt; 0,005</math>. * <math>p &lt; 0,01</math>. +<math>p &lt; 0,1</math>.</p>						

Большинство контрольных переменных также значимы, причем, что важно, направление их воздействия совпадает с гипотезами. Оценки возраста организации

показывают отрицательный знак, т. е. с увеличением возраста организации вероятность отставки генерального директора снижается. Финансовая устойчивость положительна, что соответствует предыдущим исследованиям и означает, что чем выше финансовая устойчивость организации, тем выше вероятность ротации руководства. Концентрация в отрасли показывает статистическую значимость только в первой спецификации, хотя знак оценки является устойчивым.

Все характеристики генерального директора оказываются значимыми. Вероятность ротации директора снижается с увеличением стажа его работы в должности и ниже для женщин-руководителей. Иностранное гражданство увеличивает вероятность отставки, что, скорее всего, связано с более высоким вознаграждением и, следовательно, более низкими затратами на замещение. Влияние фактора совмещения должностей снижает вероятность смены генерального директора, поскольку указывает на его хорошую репутацию и богатый опыт.

Экономическая значимость выявленной связи между результативностью управления и вероятностью смены генерального директора слабая. Снижение рентабельности активов на один пункт приводит к увеличению на 1 % вероятности увольнения генерального директора. Это значительно ниже, чем показано в исследованиях организаций, функционирующих на развитых рынках<sup>1</sup>, но в два раза выше, чем для некоторых стран с переходной экономикой<sup>2</sup>. В целом этот результат сопоставим с выводами, полученными как зарубежными, так и российскими исследователями<sup>3</sup>.

На *втором шаге моделирования* учитываются факторы корпоративного контроля путем включения переменной, описывающей размер совета директоров. Результаты оценки представлены в таблице 24.

---

<sup>1</sup> Jenter D., Kanaan F. CEO turnover and relative performance evaluation // Journal of Finance. – 2015. – Vol. 70, no. 5. – P. 2155–2184.

<sup>2</sup> Muravyev A., Talavera O., Bilyk O., Grechanyuk B. Is corporate governance effective in Ukraine? A crude test using chief executive officer turnover data // Eastern European Economics. – 2010. – Vol. 48, no 2. – P. 5–24.

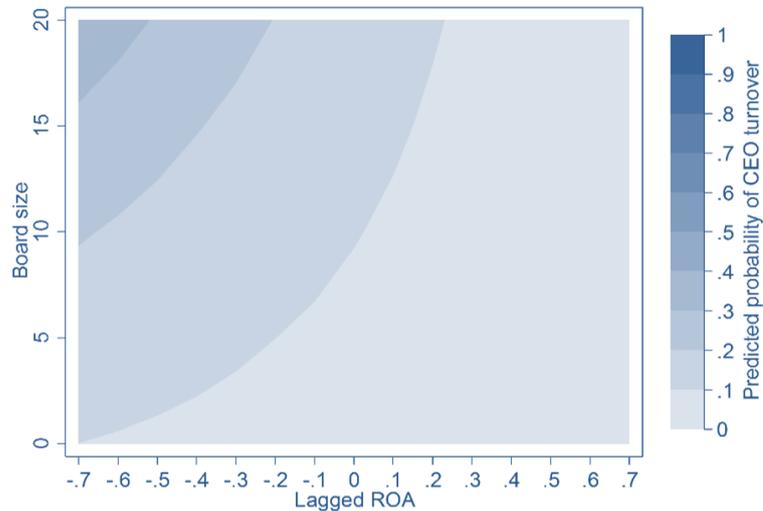
<sup>3</sup> См., например: Kaplan S. N., Minton B. A. How has CEO turnover changed? // International review of Finance. – 2012. – Vol. 12, no. 1. – P. 57–87; Капелюшников Р., Демина Н. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий // Вопросы экономики. – 2005. – № 2. – С. 53–68.

Таблица 24 – Результаты оценки логит-регрессии (характеристики совета директоров и собственников)

Зависимая переменная: CEO turnover	Спецификация 1
ROA	-0,613*** (0,043)
BOARD SIZE	0,047*** (0,003)
ROA × BOARD SIZE	-0,078*** (0,014)
LOG ASSETS	0,090*** (0,003)
LEVERAGE	0,120*** (0,012)
FIRM AGE	-0,009*** (0,001)
LOG COMP	0,043** (0,013)
TENURE	-0,111*** (0,002)
FEMALE	-0,051* (0,020)
FOREIGN	1,080*** (0,027)
PARALLEL	-1,162*** (0,017)
Constant	-5,944*** (0,222)
Industry FE	Да
Year FE	Да
Region FE	Да
Число наблюдений	326 677
Pseudo R <sup>2</sup>	0,159
<p>Примечание – Составлено автором. Стандартные ошибки указаны в скобках. *** <math>p &lt; 0,001</math>. ** <math>p &lt; 0,01</math>. * <math>p &lt; 0,05</math>.</p>	

Согласно результатам, полученным на втором шаге оценивания, вероятность смены генерального директора в организациях с крупными советами значительно выше. Более того, оценка с учетом ROA статистически значима и отрицательна, что указывает на то, что вероятность смены генерального директора становится

более зависимой от результативности управления по мере увеличения количества членов в совете директоров (рисунок 12).



Примечание – Составлено автором.

Рисунок 12 – Прогнозируемая вероятность смены генеральных директоров организации по ROA и размеру совета директоров

Полученные выводы резко контрастируют с итогами большинства исследований развитых стран<sup>1</sup> и отрицают постоянную связь между переменными, общими для стран с переходной экономикой<sup>2</sup>. Возможное объяснение заключается в том, что в российских организациях корпоративного типа советы директоров часто не имеют реальной силы.

На *третьем этапе моделирования* проверяется наличие и влияние управленческого «окапывания» путем введения нескольких взаимосвязанных показателей. В таблице 25 представлены спецификации оценивания вероятности смены генерального директора в зависимости от наличия у директора организации либо у менеджмента акций организации, участия в совете директоров и стажа работы.

<sup>1</sup> См., например: Huson M. R., Parrino R., Starks L. T. Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: a long-term perspective // *The Journal of Finance*. – 2001. – Vol. 56, no. 6. – P. 2265–2297; Yermack D. Higher market valuation of companies with a small board of directors // *Journal of financial economics*. – 1996. – Vol. 40, iss. 2. – P. 185–211.

<sup>2</sup> Muravyev A. Turnover of senior managers in Russian privatized firms // *Comparative Economic Studies*. – 2003. – Vol. 45, no. 2. – P. 148–172.

Указанные переменные включаются в модель как самостоятельно, так и с умножением на рентабельность активов.

Таблица 25 – Результаты оценки логит-регрессии (управленческое «окапывание»)

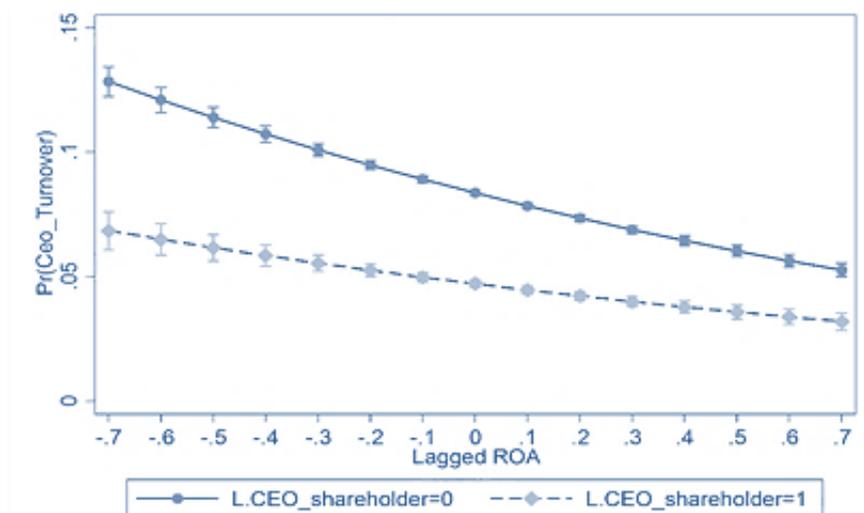
Зависимая переменная: CEO turnover	Спецификация					
	1	2	3	4	5	6
ROA	-0,763*** (0,042)	-0,775*** (0,042)	-0,752*** (0,041)	-0,789*** (0,059)	-0,758*** (0,060)	-0,794*** (0,061)
SHAREHOLDER	-0,659*** (0,020)				-0,632*** (0,021)	
ROA × SHAREHOLDER	0,159+ (0,093)				0,165+ (0,095)	
INSIDER SHARE		-0,003*** (0,000)				-0,002*** (0,000)
ROA × INSIDER SHARE		0,001 (0,001)				0,001 (0,001)
ON BOARD			-0,321*** (0,023)		-0,230*** (0,023)	-0,305*** (0,023)
ROA × ON BOARD			-0,308** (0,113)		-0,286* (0,115)	-0,291* (0,115)
ROA × TENURE				0,006 (0,011)	0,002 (0,011)	0,006 (0,011)
LOG ASSETS	0,084*** (0,003)	0,096*** (0,003)	0,104*** (0,003)	0,099*** (0,003)	0,088*** (0,003)	0,101*** (0,003)
LEVERAGE	0,094*** (0,012)	0,105*** (0,012)	0,097*** (0,012)	0,105*** (0,012)	0,089*** (0,012)	0,097*** (0,012)
FIRM AGE	-0,007*** (0,001)	-0,006*** (0,001)	-0,003*** (0,001)	-0,006*** (0,001)	-0,005*** (0,001)	-0,004*** (0,001)
LOG COMP	0,038** (0,013)	0,043** (0,013)	0,043** (0,013)	0,042** (0,013)	0,039** (0,013)	0,045*** (0,013)
TENURE	-0,098*** (0,002)	-0,111*** (0,002)	-0,111*** (0,002)	-0,112*** (0,002)	-0,098*** (0,002)	-0,110*** (0,002)
FEMALE	-0,092*** (0,020)	-0,062** (0,020)	-0,065** (0,020)	-0,059** (0,020)	-0,095*** (0,020)	-0,067*** (0,020)
FOREIGN	1,006*** (0,027)	1,048*** (0,027)	1,032*** (0,027)	1,054*** (0,027)	0,992*** (0,027)	1,028*** (0,027)
PARALLEL	-1,121*** (0,017)	-1,155*** (0,017)	-1,159*** (0,017)	-1,163*** (0,017)	-1,120*** (0,017)	-1,152*** (0,017)
Constant	-5,705*** (0,222)	-5,878*** (0,222)	-5,845*** (0,222)	-5,880*** (0,222)	-5,687*** (0,222)	-5,842*** (0,222)

Продолжение таблицы 25

Зависимая переменная: CEO turnover	Спецификация					
	1	2	3	4	5	6
Industry FE	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Year FE	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Region FE	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Число наблюдений	328 677	326 792	328 677	328 677	328 677	326 792
Pseudo R <sup>2</sup>	0,164	0,158	0,159	0,158	0,165	0,159

Примечание – Составлено автором.  
Стандартные ошибки указаны в скобках. \*\*\*  $p < 0,001$ . \*\*  $p < 0,01$ . \*  $p < 0,05$ . + $p < 0,10$ .

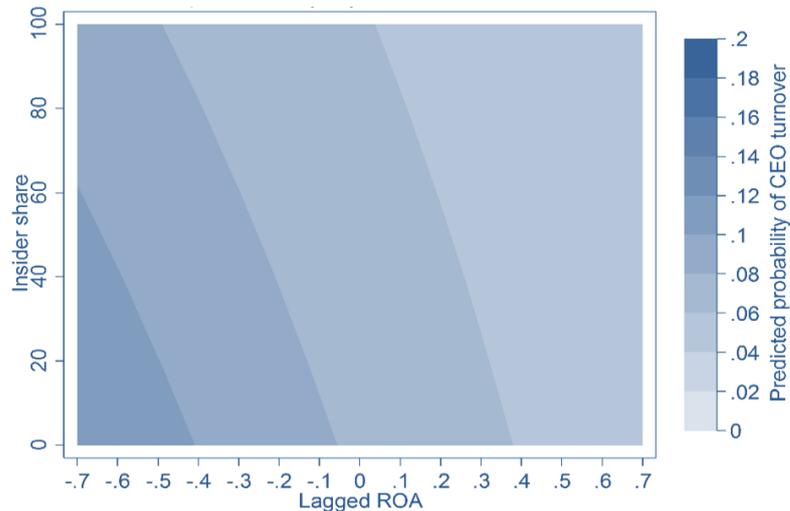
На третьем шаге моделирования получены важные результаты. Во-первых, индикатор «владение генерального директора акциями» показывает статистическую значимость как самостоятельно, так и при умножении на ROA. Независимо от результативности управления генеральный директор – акционер более устойчив к увольнениям по сравнению с директором, не являющимся акционером. Если генеральный директор владеет акциями, чувствительность к плохим результатам деятельности организации резко снижается (рисунок 13).



Примечание – Составлено автором.

Рисунок 13 – Предельные эффекты вероятности смены генерального директора по наличию у него акций

Когда бинарная переменная, характеризующая владение генерального директора акциями, заменяется альтернативной переменной – владением менеджмента акциями, оценка остается значительной и отрицательной, тогда как статистическая значимость исчезает (рисунок 14).



Примечание – Составлено автором.

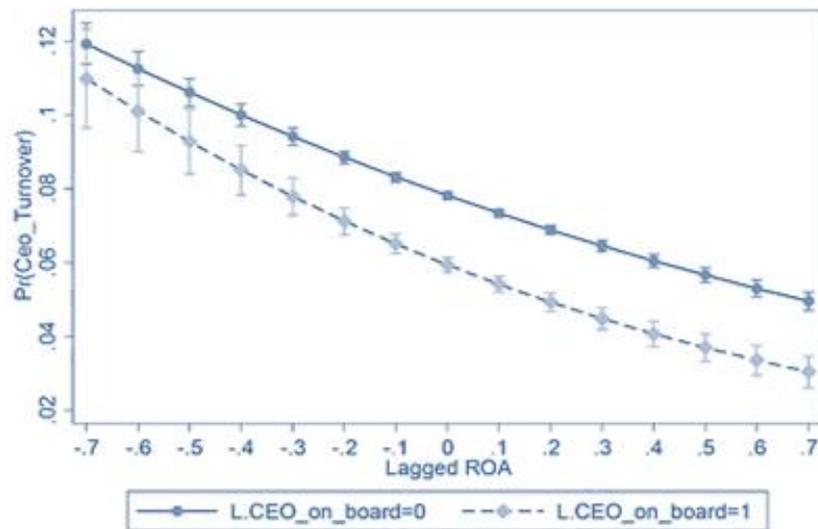
Рисунок 14 – Прогнозируемая вероятность смены генеральных директоров по ROA и собственности инсайдеров

Следует отметить, что показатель «инсайдерские пакеты акций» может быть «шумным», поскольку включает в себя доли акций, не принадлежащие генеральному директору, что может вызвать смещение оценок. Но в целом выявленное влияние обеих переменных (акции у генерального директора и акции у менеджмента организации) является постоянным и подтверждает предварительные выводы по организациям развитых экономик<sup>1</sup>, а также разъясняет неоднозначные оценки об «окапавшихся» руководителях в переходных экономиках<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> См., например: Denis D. J., Denis D. K., Sarin A. Ownership structure and top executive turnover // *Journal of Financial Economics*. – 1997. – Vol. 45, no. 2. – P. 193–221; Gao H., Harford J., Li K. CEO turnover-performance sensitivity in private firms // *Journal of financial and quantitative analysis*. – 2017. – Vol. 52, no. 2. – P. 583–611.

<sup>2</sup> См., например: Muravyev A. Turnover of senior managers in Russian privatized firms // *Comparative Economic Studies*. – 2003. – Vol. 45, no. 2. – P. 148–172; Капелюшников Р., Демина Н. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий // *Вопросы экономики*. – 2005. – № 2. – С. 53–68.

Членство в совете директоров рассматривается как потенциальный показатель «окапывания». В результате расчетов показатели, включенные в модель самостоятельно и с перемножением на рентабельность активов, остаются статистически значимыми, хотя эффект с перемножением становится отрицательным, что означает более высокую чувствительность связи «результативность управления – смена генерального директора». Этот результат противоречит имеющимся в литературе оценкам<sup>1</sup> (рисунок 15).



Примечание – Составлено автором.

Рисунок 15 – Предельные эффекты вероятности смены генеральных директоров по их участию в совете директоров

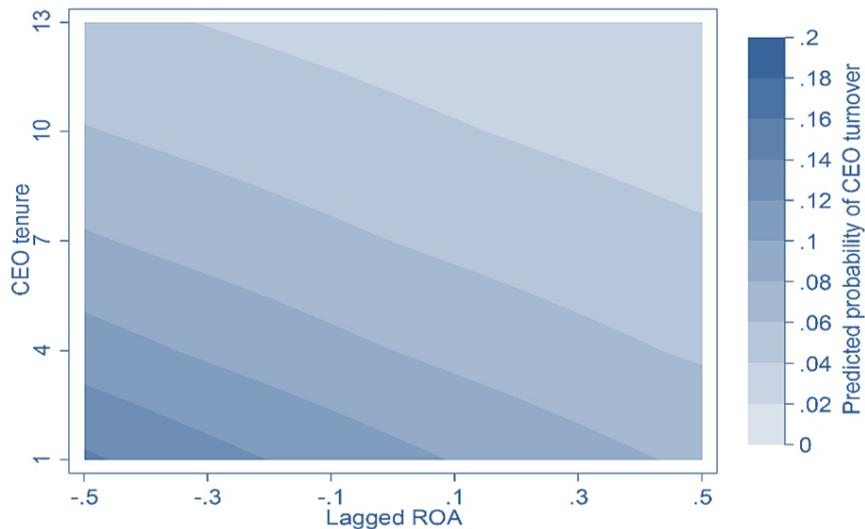
«Окапывание» подразумевает длительный стаж работы в должности. Рассматривая зависимость индикаторов стажа и ROA, можно увидеть, что связь становится статистически незначимой (рисунок 16).

Это не согласуется с выводами по развитым рынкам<sup>2</sup>. Тем не менее фактор, включенный в модель, по-прежнему остается статистически значимым и отрицательным и коррелирует с ранее полученными выводами по российским органи-

<sup>1</sup> Goyal V. K., Park C. W. Board leadership structure and CEO turnover // Journal of Corporate finance. – 2002. – Vol. 8, no. 1. – P. 49–66.

<sup>2</sup> Dikolli S. S., Mayew W. J., Nanda D. CEO tenure and the performance-turnover relation // Review of accounting studies. – 2014. – Vol. 19, no. 1. – P. 281–327.

зациям<sup>1</sup>. Частично подтверждается наличие различий в вероятности смены генеральных директоров, которые «успели накопить влияние», и теми, кто этого не сделал.



Примечание – Составлено автором.

Рисунок 16 – Прогнозируемая вероятность смены генеральных директоров по ROA и стажу

На четвертом шаге моделирования оценивается влияние структуры собственности.

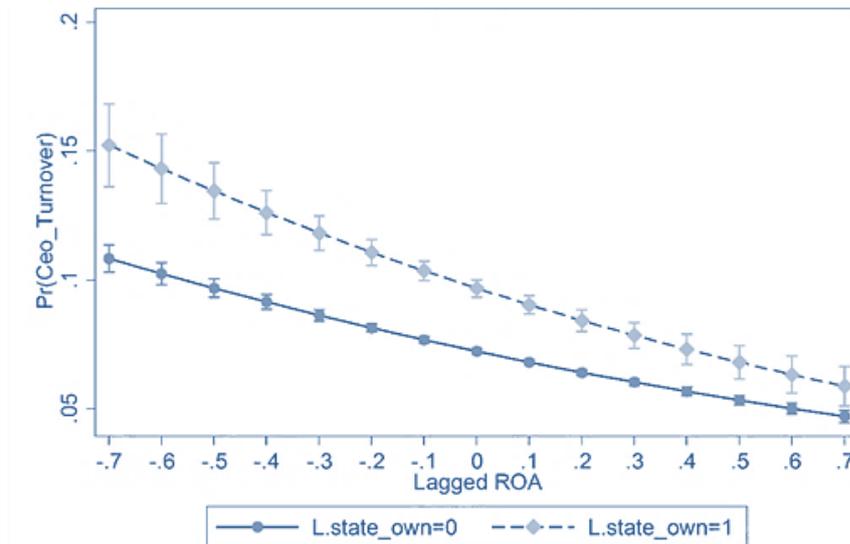
В таблице 26 представлены три спецификации. В первой спецификации оценивалась доля трех крупнейших акционеров, она включена в модель самостоятельно и с перемножением на рентабельность активов. Во второй спецификации оценивалось присутствие государства в качестве собственника (самостоятельно и с перемножением на рентабельность активов). В третьей спецификации оценивались оба указанных показателя.

<sup>1</sup> Рощин С. Ю., Солнцев С. А. Рынок труда топ-менеджеров в России: между внешним наймом и внутренним продвижением // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Т. 3, № 4. – С. 11–28.

Таблица 26 – Результаты оценки логит-регрессии (структура собственности)

Зависимая переменная: CEO turnover	Спецификация		
	1	2	3
ROA	-0,699 (0,090)	-0,704*** (0,041)	-0,680*** (0,090)
TOP-3 SHARE	0,002*** (0,000)		0,002*** (0,000)
ROA × TOP-3 SHARE	-0,001 (0,001)		-0,000 (0,001)
STATE OWN		0,352*** (0,024)	0,289*** (0,027)
ROA × STATE OWN		-0,143 (0,109)	-0,154 (0,127)
LOG ASSETS	0,097*** (0,003)	0,093*** (0,003)	0,092*** (0,003)
LEVERAGE	0,113*** (0,014)	0,119*** (0,012)	0,124*** (0,014)
FIRM AGE	-0,006*** (0,001)	-0,006*** (0,001)	-0,007*** (0,001)
LOG COMP	0,043*** (0,015)	0,050*** (0,013)	0,049*** (0,015)
TENURE	-0,109*** (0,003)	-0,109*** (0,002)	-0,107*** (0,003)
FEMALE	-0,049* (0,022)	-0,051* (0,020)	-0,051+ (0,022)
FOREIGN	1,169*** (0,028)	1,064*** (0,027)	1,176*** (0,028)
PARALLEL	-1,142*** (0,019)	-1,147*** (0,017)	-1,129*** (0,019)
Constant	-5,951*** (0,227)	-5,948*** (0,222)	-5,991*** (0,227)
Industry FE	Да	Да	Да
Year FE	Да	Да	Да
Region FE	Да	Да	Да
Число наблюдений	279 892	326 792	279 892
Pseudo R <sup>2</sup>	0,168	0,159	0,169
<p>Примечание – Составлено автором. Стандартные ошибки указаны в скобках. *** <math>p &lt; 0,001</math>. ** <math>p &lt; 0,01</math>. * <math>p &lt; 0,05</math>. + <math>p &lt; 0,10</math>.</p>			

Государственные организации демонстрируют значительно более высокие темпы ротации генеральных директоров (рисунок 17).



Примечание – Составлено автором.

Рисунок 17 – Предельные эффекты вероятности смены генеральных директоров для организаций с государственной и негосударственной собственностью

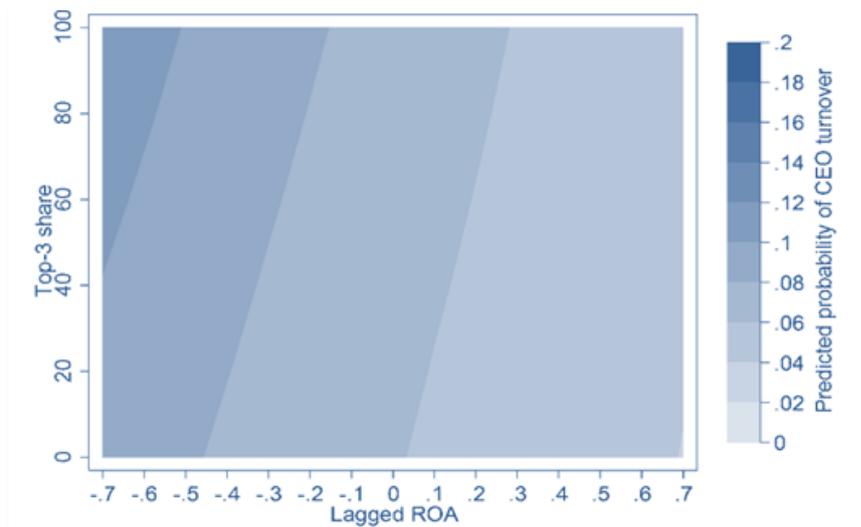
Различий между организациями с государственной собственностью и без нее по чувствительности к ROA не обнаружено, что в целом соответствует некоторым выводам по российскому рынку<sup>1</sup> и противоречит работам, в которых не установлено связи между этой переменной и зависимой<sup>2</sup>. Кроме того, результаты противоположны доказательствам, полученным на аналогичных рынках, например в Китае, где правительство активно вмешивается в экономику<sup>3</sup>. Противоречивые выводы могут быть вызваны широкой поддержкой стратегических отраслей России и, следовательно, более высокими требованиями к стандартам корпоративного управления.

<sup>1</sup> Goltsman M. Empirical analysis of managerial turnover in Russian firms. – М.: Рос. экон. шк., 2000. – 30 с. – (Best student papers: Working paper no. BSP/2000/035).

<sup>2</sup> Капелюшников Р. И., Демина Н. В. Обновление высшего менеджмента российских промышленных предприятий: свидетельства «Российского экономического барометра» // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Т. 3, № 3. – С. 27–42.

<sup>3</sup> Kato T., Long C. CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data // Journal of Comparative Economics. – 2006. – Vol. 34, no. 4. – P. 796–817.

Точно так же, как и факт присутствия государства в структуре собственников организации, концентрация собственности способствует большей вероятности смены генерального директора, но не оказывает существенного влияния на ее связь с результативностью управления (рисунок 18). Это в целом согласуется с теоретическими концепциями и напоминает выводы, сделанные авторами из развитых стран и России<sup>1</sup>.



Примечание – Составлено автором.

Рисунок 18 – Прогнозируемая вероятность смены генеральных директоров по ROA и концентрации собственности

На *пятом шаге моделирования* рассматривается влияние внешнего шока – кризиса 2008 г., скорректированного на период рецессии (3 года). В модель этот индикатор включен в виде бинарной переменной. Оценивание проводилось как на всей выборке (спецификация 1), так и на подвыборках «до кризиса» (спецификация 2) и «после кризиса» (спецификация 3). При учете влияния кризиса как самостоятельно, так и при перемножении на показатель рентабельности активов увеличивается вероятность смены генерального директора (таблица 27).

<sup>1</sup> См., например: Капелюшников Р. И., Демина Н. В. Обновление высшего менеджмента российских промышленных предприятий: свидетельства «Российского экономического барометра» // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Т. 3, № 3. – С. 27–42; Kaplan S. N., Minton В. А. How has CEO turnover changed? // International review of Finance. – 2012. – Vol. 12, no. 1. – P. 57–87.

Таблица 27 – Результаты оценки логит-регрессии (экзогенные шоки)

Зависимая переменная: CEO turnover	Спецификация		
	1	2	3
ROA	-0,753*** (0,039)	-1,417*** (0,278)	-0,748*** (0,039)
BEFORE 2011	-4,269*** (0,207)		
ROA × BEFORE 2011	-0,395+ (0,227)		
LOG ASSETS	0,099*** (0,003)	0,205*** (0,017)	0,097*** (0,003)
LEVERAGE	0,105*** (0,012)	-0,018 (0,104)	0,105*** (0,212)
FIRM AGE	-0,006*** (0,001)	0,006+ (0,003)	-0,006*** (0,001)
LOG COMP	0,042** (0,013)	0,014 (0,067)	0,039** (0,014)
TENURE	-0,012*** (0,002)	0,085*** (0,014)	-0,117*** (0,002)
FEMALE	-0,059** (0,020)	0,113 (0,113)	-0,064** (0,020)
FOREIGN	1,053*** (0,027)	1,173*** (0,124)	1,064*** (0,028)
PARALLEL	-1,163*** (0,017)	-1,122*** (0,101)	-1,165*** (0,017)
Constant	-1,581*** (0,906)	-6,193*** (0,425)	-2,066*** (0,098)
Industry FE	Да	Да	Да
Year FE	Да	Да	Да
Region FE	Да	Да	Да
Число наблюдений	328 677	94 823	232 591
Pseudo R <sup>2</sup>	0,158	0,146	0,0967
<p>Примечание – Составлено автором. Стандартные ошибки указаны в скобках. *** <math>p &lt; 0,001</math>. ** <math>p &lt; 0,01</math>. * <math>p &lt; 0,05</math>. +<math>p &lt; 0,10</math>.</p>			

Интерпретация спецификации для первой подвыборки затруднительна из-за ограниченности данных, так как в ранние периоды имеется незначительное количество наблюдений. Направление влияния для подвыборки «после кризиса» соответствует гипотезе, т. е. в этот период чаще всего отмечались отставки генерально-

го директора в связи с результативностью деятельности организации, что, однако, противоречит ранее полученным результатам<sup>1</sup>.

На *шестом шаге моделирования* исследуются различия между публичными и непубличными организациями корпоративного типа (таблица 28). Оценивание проводится по полной выборке с включением бинарных переменных «публичные – непубличные» (спецификация 1) и «торгуемые – неторгуемые» (спецификация 4) как самостоятельно, так и с перемножением на рентабельность активов. Также проводится оценивание влияния результативности управления, выраженной рентабельностью активов, на подвыборках в разрезе публичных (спецификация 2) и непубличных (спецификация 3), торгуемых (спецификация 5) и неторгуемых организаций (спецификация 6).

Таблица 28 – Результаты оценки логит-регрессии (публичные и непубличные, торгуемые и неторгуемые акционерные общества)

Зависимая переменная: CEO turnover	Спецификация					
	1	2	3	4	5	6
ROA	-0,714*** (0,043)	-0,842*** (0,084)	-0,708*** (0,044)	-0,757*** (0,039)	-1,425*** (0,444)	-0,758*** (0,039)
PUBLIC	0,172*** (0,018)					
ROA × PUBLIC	-0,112 (0,086)					
LISTED				0,164** (0,057)		
ROA × LISTED				-0,757+ (0,429)		
LOG ASSETS	0,099*** (0,003)	0,095*** (0,006)	0,099*** (0,003)	0,098*** (0,003)	0,060* (0,030)	0,100*** (0,003)
LEVERAGE	0,112*** (0,012)	0,126*** (0,025)	0,106*** (0,014)	0,105*** (0,012)	0,228 (0,141)	0,103*** (0,012)
FIRM AGE	-0,007*** (0,001)	-0,004** (0,001)	-0,008*** (0,001)	-0,006*** (0,001)	0,003 (0,003)	-0,007*** (0,001)

<sup>1</sup> Солнцев С. А. Изменения на российском рынке труда топ-менеджеров в период кризиса: свидетельства эмпирического исследования // Российский журнал менеджмента. – 2013. – Т. 11, № 1. С. 3–18.

## Продолжение таблицы 28

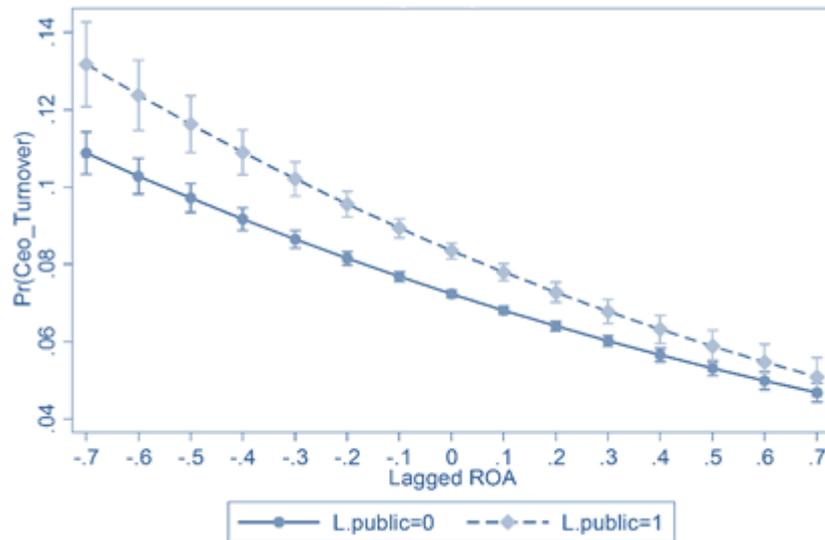
Зависимая переменная: CEO turnover	Спецификация					
	1	2	3	4	5	6
LOG COMP	0,043** (0,013)	0,021 (0,025)	0,053*** (0,016)	0,042** (0,013)	-0,078 (0,106)	0,042** (0,014)
TENURE	-0,011*** (0,002)	-0,085*** (0,005)	-0,118*** (0,003)	-0,012*** (0,002)	-0,062*** (0,017)	-0,111*** (0,002)
FEMALE	-0,055** (0,020)	-0,074+ (0,044)	-0,055** (0,022)	-0,059** (0,020)	-0,401+ (0,241)	-0,058** (0,020)
FOREIGN	1,073*** (0,027)	1,426*** (0,093)	1,053*** (0,029)	1,054*** (0,027)	0,958*** (0,353)	1,056*** (0,027)
PARALLEL	-1,163*** (0,017)	-1,065*** (0,034)	-1,198*** (0,019)	-1,164*** (0,017)	-1,189*** (0,122)	-1,166*** (0,017)
Constant	-5,922*** (0,222)	-6,090*** (0,438)	-5,797*** (0,258)	-5,872*** (0,222)	-3,719*** (1,315)	-5,900*** (0,227)
Industry FE	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Year FE	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Region FE	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Число наблюдений	326 924	73 236	253 611	328 677	4 139	323 898
Pseudo R <sup>2</sup>	0,158	0,143	0,166	0,158	0,177	0,157
<p>Примечание – Составлено автором.  Стандартные ошибки указаны в скобках. *** <math>p &lt; 0,001</math>. ** <math>p &lt; 0,01</math>. * <math>p &lt; 0,05</math>. +<math>p &lt; 0,10</math>.</p>						

Хотя вероятность смены генеральных директоров значительно выше для публичных организаций, значительного влияния результативности управления (по ROA) не обнаружено. Направление влияния соответствует гипотезе (рисунок 19).

Когда листинговые организации сравниваются с нелистинговыми, оценка чувствительности по ROA оказывается отрицательной и значительной, хотя и слабой (рисунок 20). Это соответствует ряду исследований по развитым странам, в которых показано, что инвесторы листинговых организаций более критично относятся к результативности деятельности генеральных директоров<sup>1</sup>. В России это

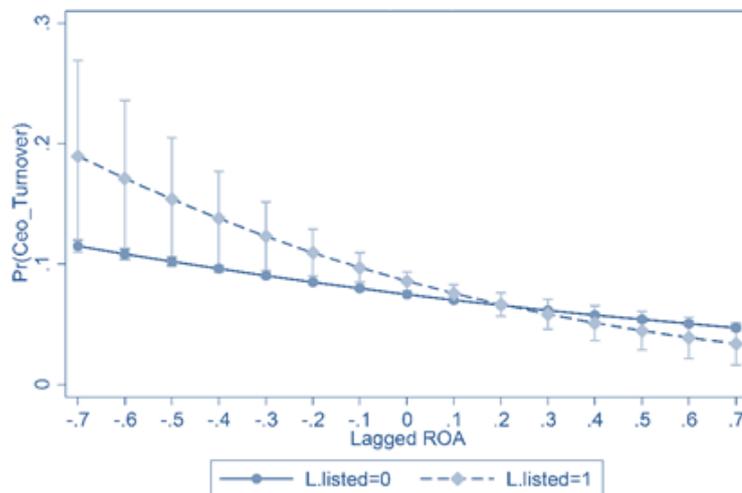
<sup>1</sup> См.: Gao H., Harford J., Li K. CEO turnover-performance sensitivity in private firms // Journal of financial and quantitative analysis. – 2017. – Vol. 52, no. 2. – P. 583–611; Cornelli F., Karakas O. CEO turnover in LBOs: The role of boards. – URL: [http://www.fcornelli.uk/images/reports/Full\\_Manuscript\\_-\\_CEO\\_Turnover\\_in\\_LBOs.pdf](http://www.fcornelli.uk/images/reports/Full_Manuscript_-_CEO_Turnover_in_LBOs.pdf) (дата обращения: 11.03.2020).

может объясняться также тем, что организации вынуждены совершенствовать корпоративное управление, чтобы придерживаться правил листинга.



Примечание – Составлено автором.

Рисунок 19 – Предельные эффекты вероятности смены генеральных директоров по организационно-правовой форме (публичные – непубличные организации)



Примечание – Составлено автором.

Рисунок 20 – Предельные эффекты вероятности смены генеральных директоров по статусу листинга организаций

На седьмом шаге моделирования проверяется устойчивость базовой модели на кросс-секции промышленных организаций.

В отечественной литературе до сих пор промышленные организации привлекают наибольшее внимание экономистов<sup>1</sup>, что затрудняет сопоставление результатов моделирования с предыдущими исследованиями. Поэтому в диссертации повторяется оценка базовой модели для этой когорты организаций<sup>2</sup>. Стандартное отклонение ROA сопровождается увеличением на 1,3 % объясняющей переменной, что выше, чем для полной выборки. Хотя ряд контрольных переменных, включая концентрацию в отрасли, возраст организации и пол генерального директора, оказываются незначительными или незначимыми, общая модель остается неизменной (таблица 29).

Таблица 29 – Результаты оценки базовой модели для промышленных организаций

Зависимая переменная: CEO turnover	Спецификация				
	1	2	3	4	5
ROA	-0,070*** (0,007)				-0,068*** (0,008)
ROS		-0,017*** (0,002)			
LP			-0,001*** (0,000)		
ΔLOG SALES				-0,010*** (0,002)	-0,006** (0,002)
LOG ASSETS	0,008*** (0,000)	0,009*** (0,001)	0,009*** (0,001)	0,009*** (0,001)	0,009*** (0,001)
LEVERAGE	0,012*** (0,002)	0,018*** (0,002)	0,023*** (0,002)	0,024*** (0,002)	0,015*** (0,002)
FIRM AGE	-0,000+ (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,000* (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)
LOG COMP	-0,002 (0,002)	-0,002 (0,002)	-0,002 (0,002)	-0,003 (0,002)	-0,002 (0,002)

<sup>1</sup> См., например: Muravyev A. Turnover of senior managers in Russian privatized firms // Comparative Economic Studies. – 2003. – Vol. 45, no. 2. – P. 148–172; Капелюшников Р. И., Демина Н. В. Обновление высшего менеджмента российских промышленных предприятий: свидетельства «Российского экономического барометра» / Р. И. Капелюшников // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Т. 3, № 3. – С. 27–42.; Goltsman M. Empirical analysis of managerial turnover in Russian firms. – М.: Рос. экон. шк., 2000. – 30 с. – (Best student papers: Working paper no. BSP/2000/035).

<sup>2</sup> ОКВЭД с 10 по 33.

Продолжение таблицы 29

Зависимая переменная: CEO turnover	Спецификация				
	1	2	3	4	5
TENURE	-0,006*** (0,000)	-0,005*** (0,000)	-0,006*** (0,000)	-0,006*** (0,000)	-0,006*** (0,000)
FEMALE	-0,000 (0,003)	-0,001 (0,003)	-0,001 (0,004)	-0,002 (0,004)	-0,002 (0,004)
FOREIGN	0,091*** (0,008)	0,096*** (0,008)	0,097*** (0,008)	0,101*** (0,009)	0,104*** (0,009)
PARALLEL	-0,060*** (0,002)	-0,058*** (0,002)	-0,059*** (0,002)	-0,060*** (0,002)	-0,060*** (0,002)
Industry FE	Да	Да	Да	Да	Да
Year FE	Да	Да	Да	Да	Да
Region FE	Да	Да	Да	Да	Да
Число наблюдений	58 818	54 636	53 464	50 254	50 254
Pseudo R <sup>2</sup>	0,169	0,168	0,163	0,157	0,161
<p>Примечание – Составлено автором. Стандартные ошибки указаны в скобках. *** <math>p &lt; 0,001</math>. ** <math>p &lt; 0,01</math>. * <math>p &lt; 0,05</math>. +<math>p &lt; 0,10</math>.</p>					

Кроме того, выбранные показатели эффективности заменяются их эквивалентами, скорректированными на среднее значение по отрасли<sup>1</sup>. Оценки остаются довольно схожими, что означает, что отраслевые условия не играют существенной роли в оценке зависимости «смена генерального директора – результативность управления».

Наконец, на *восьмом шаге моделирования* осуществляется проверка надежности базовой модели, для этого в нее вводятся другие контрольные переменные (таблица 30):

- вместо логарифма активов для измерения размера организации – логарифмически преобразованные численность работников и выручка от продаж;
- вместо отношения заемных средств к активам (показатель финансовой устойчивости) – отношение заемных средств к собственному капиталу.

<sup>1</sup> Скорректированный на среднее значение по отрасли показатель получен вычитанием из соответствующего показателя значения аналогичного показателя, среднего для организаций данной отрасли.

В таблице 30 представлены шесть спецификаций с включением вышеназванных показателей результативности управления как отдельно, так и в комбинации с неэндогенными переменными:

- спецификация 1 – по логарифму активов и финансовой устойчивости;
- спецификация 2 – по логарифму численности работников и финансовой устойчивости;
- спецификация 3 – по логарифму продаж и финансовой устойчивости;
- спецификация 4 – по логарифму активов и отношению задолженности к собственному капиталу;
- спецификация 5 – по логарифму численности работников и отношению задолженности к собственному капиталу;
- спецификация 6 – по логарифму продаж и отношению задолженности к собственному капиталу.

Результаты оценки базовой модели с альтернативными контрольными переменными стабильны и значимы, что означает, что базовая модель работает достаточно хорошо.

Таблица 30 – Результаты оценки базовой модели с альтернативными контрольными переменными

Зависимая переменная: CEO turnover	Спецификация				
	1	2	3	4	5
ROA	-0,030*** (0,005)	-0,049*** (0,002)	-0,045*** (0,003)	-0,048*** (0,003)	-0,051*** (0,003)
LOG ASSETS	0,004*** (0,000)		0,006*** (0,000)		
LOG EMPLOYMENT	0,006*** (0,000)			0,006*** (0,000)	
LOG SALES		0,005*** (0,000)			0,005*** (0,000)
LEVERAGE	0,004* (0,002)	0,009*** (0,001)			
DEBT TO EQUITY			0,000** (0,000)	0,000*** (0,000)	0,000*** (0,000)

## Продолжение таблицы 30

Зависимая переменная: CEO turnover	Спецификация				
	1	2	3	4	5
LIQUIDITY				0,000** (0,000)	-0,000 (0,000)
FIRM AGE	-0,000*** (0,000)	-0,000** (0,000)	-0,000*** (0,000)	-0,000*** (0,000)	-0,000* (0,000)
LOG COMP	-0,001 (0,002)	0,001 (0,001)	0,003** (0,001)	0,002* (0,001)	0,000 (0,001)
TENURE	-0,006*** (0,000)	-0,007*** (0,000)	-0,006*** (0,000)	-0,007*** (0,000)	-0,006*** (0,000)
FEMALE	-0,009*** (0,003)	-0,004*** (0,001)	-0,003** (0,001)	-0,005*** (0,001)	-0,004** (0,001)
FOREIGN	0,022* (0,009)	0,100*** (0,003)	0,090*** (0,003)	0,095*** (0,003)	0,099*** (0,004)
PARALLEL	-0,067*** (0,003)	-0,062*** (0,001)	-0,061*** (0,001)	-0,062*** (0,001)	-0,058*** (0,001)
AGE	-0,000*** (0,000)				
Industry FE	Да	Да	Да	Да	Да
Year FE	Да	Да	Да	Да	Да
Region FE	Да	Да	Да	Да	Да
Число наблюдений	59 853	285 034	285 495	266 506	252 095
Pseudo R <sup>2</sup>	0,148	0,154	0,153	0,146	0,149
<p>Примечание – Составлено автором. Стандартные ошибки указаны в скобках. *** <math>p &lt; 0,001</math>. ** <math>p &lt; 0,01</math>. * <math>p &lt; 0,05</math>. +<math>p &lt; 0,10</math>.</p>					

Результаты всех шагов моделирования обобщены в таблице 31.

Таким образом, вероятность смены генерального директора имеет значительную и обратную связь с результативностью управления. Советы директоров с большим количеством участников способствуют повышению качества корпоративного контроля. Личные пакеты акций генерального директора, его присутствие в совете директоров препятствуют эффективному внутреннему контролю в системе корпоративного управления организацией.

Таблица 31 – Результаты эконометрического оценивания влияния результативности управления на вероятность смены генеральных директоров организаций корпоративного типа в России за 2007–2018 гг.

Шаг	Проверяемые гипотезы	Подтверждение гипотезы	Основные результаты	Номер таблицы
1. Проверка вклада показателей результативности управления в вероятность смены генерального директора	H1	+	Доказана статистически значимая обратная связь между результативностью управления и вероятностью смены генерального директора	23
2. Проверка влияния размера совета директоров на вероятность смены генерального директора	H4.1	–	Уровень ротации в организациях с крупными советами директоров значительно выше. Оценка с учетом ROA статистически значима и отрицательна, что указывает на то, что вероятность смены генерального директора становится более зависимой от результативности по мере увеличения количества мест в совете	24
3. Оценка влияния показателей «окапывания» генерального директора на вероятность его смены: 1) стаж работы в должности; 2) наличие у генерального директора акций организации; 3) наличие акций у менеджмента организации; 4) генеральный директор является членом совета директоров организации	H2.1	+	Частично подтверждается наличие различий в вероятности смены генерального директора со стажем и без	25
	H2.2	+	Независимо от уровня результативности организации генеральный директор – акционер более устойчив к увольнениям	25
	H2.3	+	Эффект владения акциями показывает статистическую значимость	25
	H2.4	+	Членство в совете директоров показывает значимое влияние при расчете прямого и кросс-эффекта	25

Продолжение таблицы 31

Шаг	Проверяемые гипотезы	Подтверждение гипотезы	Основные результаты	Номер таблицы
4. Проверка влияния структуры собственности организации на вероятность смены генерального директора: 1) присутствие государства в качестве собственника снижает вероятность смены генерального директора; 2) чем выше концентрация собственности, тем выше вероятность смены генерального директора	H3.1	–	Государственные организации демонстрируют более высокие темпы ротации генеральных директоров	26
	H3.2	+	Концентрация собственности способствует большей вероятности замены генерального директора, но не оказывает существенного влияния на ее связь с результативностью	26
5. Оценка влияния экономического кризиса на вероятность смены генерального директора	H5	+	В период рецессии чаще всего отмечаются отставки генерального директора в связи с результативностью	27
6. Оценка вклада организационно-правовой формы организации (публичная – непубличная) и размещения акций на фондовом рынке (листинговая – нелистинговая) на вероятность смены генерального директора	H4.2	–/+	Несмотря на то, что вероятность смены генеральных директоров значительно выше для публичных акционерных обществ, значительного влияния результативности (по ROA) не обнаружено. Направление влияния соответствует ожиданиям	28
7. Проверка устойчивости базовой модели на кросс-секции промышленных организаций	–	+	Концентрация в отрасли, возраст организации и пол генерального директора оказываются незначительными или незначимыми, но общая модель остается неизменной	29
8. Проверка устойчивости базовой модели путем замены контрольных переменных	–	+	Оценки стабильны. Они остаются значимыми, но также не обнаруживаются различия в абсолютных величинах, из чего можно сделать вывод, что базовая модель работает достаточно хорошо	30
Примечание – Составлено автором.				

### 3.2 Оценка влияния смены генерального директора на результаты деятельности организации корпоративного типа

Помимо влияния результативности управления на смену генерального директора, должна существовать и обратная зависимость между сменой генерального директора и результатами деятельности организации. Ключевая гипотеза данной части диссертации заключается в ответе на вопрос: улучшаются ли результаты деятельности организации, если происходит смена генерального директора?

Исследования зависимости «смена генеральных директоров – результаты деятельности организации», несмотря на их многочисленность, имеют фрагментарные и разнонаправленные результаты.

Во-первых, *используются различные показатели результативности* (таблица 32).

Таблица 32 – Показатели результативности деятельности организации, используемые при оценке влияния смены генерального директора на результаты деятельности организации

Автор	Показатель результативности деятельности организации
D. J. Denis, D. K. Denis <sup>1</sup>	Операционная норма прибыли на совокупные активы (operating rate of return on total assets, OROA). Операционная прибыль до вычета амортизации к общим активам (operating income before depreciation to total assets, OIBD/TA)
J. Fidrmucova, J. Fidrmuc <sup>2</sup>	Общий объем продаж (total sales). Стоимость основных фондов (fixed assets)
M. S. Gibson <sup>3</sup>	Генерируемая активами прибыль (earnings scaled by assets). Изменение в доходах, приходящихся на внеоборотные активы (change in earnings scaled by lagged assets). Доходность ценных бумаг (stock market return). Рост продаж (growth in sales)

<sup>1</sup> Denis D. J., Denis D. K. Performance changes following top management dismissals // Journal of finance. – 1995. – Vol. 50, no. 4. – P. 1029–1057.

<sup>2</sup> Fidrmucova J., Fidrmuc J. Firm Performance, CEO Turnover and Managerial Labor Market in the Czech Republic. – Tilburg: Tilburg University, 2001. – 32 p. – (Center for European Integration Studies working paper; no. 466).

<sup>3</sup> Gibson M. S. Is corporate governance ineffective in emerging markets? // Journal of financial and quantitative analysis. – 2003. – Vol. 38, no. 1. – P. 231–250.

## Продолжение таблицы 32

Автор	Показатель результативности деятельности организации
W. Shen и A. Cannella <sup>1</sup> , G. Mussalli, S. Cukurova <sup>2</sup> , F. Fiordelisi и I. O. Ricc <sup>3</sup>	Рентабельность активов (return on assets, ROA). Скорректированная на отрасль рентабельность активов (industry-adjusted ROA, IAROA)
R. Crespí-Cladera, B. Pascual-Fuster <sup>4</sup>	Рентабельность активов (ROA). Рентабельность собственного капитала (return on equity, ROE). Рыночная стоимость организации к балансовой стоимости активов (market-to-book ratio). Доходность акций (stock return). Активы (assets). Объем продаж (sales). Рыночная стоимость (market value). Численность работников (employees)
F. Cornelli, O. Karakaş <sup>5</sup>	Операционная эффективность при выкупе с использованием заемных средств (operating performance in leveraged buyouts, LBO's)
A. Muravyev <sup>6</sup>	Рыночная стоимость организации к балансовой стоимости активов (market-to-book ratio). Отношение рыночной стоимости организации к восстановительной стоимости активов организации (коэффициент Тобина, Tobin's Q). Рентабельность капитала (return on equity, ROE). Рентабельность активов (return on assets, ROA)
Примечание – Составлено автором.	

Во-вторых, *выводы показывают существенную межстрановую дифференциацию*. Так, положительные эффекты влияния смены генерального директора на

<sup>1</sup> Shen W., Cannella Jr A. A. Revisiting the performance consequences of CEO succession: The impacts of successor type, postsuccession senior executive turnover, and departing CEO tenure // Academy of management journal. – 2002. – Vol. 45, no. 4. – P. 717–733.

<sup>2</sup> Mussalli G., Cukurova S. Corporate governance failures and Interim CEOs. – [S. l.], 2019. – URL: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/01/14/corporate-governance-failures-and-interim-ceos> (дата обращения: 11.03.2020).

<sup>3</sup> Fiordelisi F., Ricci O. Corporate culture and CEO turnover // Journal of corporate finance. – 2014. – Vol. 28. – P. 66–82.

<sup>4</sup> Crespí-Cladera R., Pascual-Fuster B. Executive directors' pay, networks and operating performance: The influence of ownership structure // Journal of accounting and public policy. – 2015. – Vol. 34, no. 2. – P. 175–203.

<sup>5</sup> Cornelli F., Karakaş O. CEO turnover in LBOs: The role of boards. – [S. l.], 2015. – URL: [http://www.fcornelli.uk/images/reports/Full\\_Manuscript\\_-\\_CEO\\_Turnover\\_in\\_LBOs.pdf](http://www.fcornelli.uk/images/reports/Full_Manuscript_-_CEO_Turnover_in_LBOs.pdf) (дата обращения: 11.03.2020).

<sup>6</sup> Muravyev A. Boards of directors in Russian publicly traded companies in 1998–2014: structure, dynamics and performance effects // Economic systems. – 2017. – Vol. 41, no 1. – P. 5–25.

результативность наблюдаются в основном в развитых странах<sup>1</sup>. В развивающихся странах исследователи не находят значимого эффекта<sup>2</sup>.

В-третьих, *результаты исследования также могут различаться в зависимости от выбранных организаций*. Например, для анализа листинговых организаций можно использовать ежедневные индикаторы, что предопределяет методы расчетов. Здесь применяются байесовская обучающая модель<sup>3</sup> и метод ивент-стади<sup>4</sup>.

К. Вурка-Кита, М. Czerwiński, А. Preś-Perepeczo<sup>5</sup> показывают, что инвесторы пересматривают свои оценки и ожидания относительно стоимости акций, если компания объявляет о смене руководства. При этом стоимость акций может как расти<sup>6</sup>, поскольку инвесторы могут рассматривать смену генерального директора как хороший знак для повышения производительности, так и падать<sup>7</sup>, когда смена руководства может сигнализировать о проблемах в организации.

Для нелистинговых организаций используются показатели внутренней финансовой отчетности. Наиболее распространенным и общепринятым методом оценивания здесь является регрессионная модель на панельных данных. Результаты эмпирических оценок свидетельствуют в основном об улучшении результатов деятельности организации после смены генерального директора<sup>8</sup>.

---

<sup>1</sup> Denis D. J., Denis D. K. Performance changes following top management dismissals // Journal of finance. – 1995. – Vol. 50, no. 4. – P. 1029–1057; Huson M. R., Parrino R., Starks L. T. Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: a long-term perspective // Journal of finance. – 2001. – Vol. 56, no. 6. – P. 2265–2297; Bonnier K. A., Bruner R. F. An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms // Journal of accounting and economics. – 1989. – Vol. 11. – P. 95–106.

<sup>2</sup> Setiawan D., Phua L. K., Chee H. K. CEO Turnover and Market Reaction in Indonesia // Indonesian capital market review. – 2013. – Vol. 5, no. 2. – P. 85–94; Lindrianasari L., Hartono J. The relationship between accounting performance and CEO turnover: evidence from Indonesia // Accounting & taxation. – 2012. – Vol. 3, iss. 2. – P. 97–107.

<sup>3</sup> Jenter D., Kanaan F. CEO turnover and relative performance evaluation // Journal of finance. – 2015. – Vol. 70, no. 5. – P. 2155–2184.

<sup>4</sup> Вурка-Кита К., Czerwiński М., Preś-Perepeczo А. Stock market reaction to CEO appointment-preliminary results // Journal of management and business administration. – 2017. – Vol. 25, no. 2. – P. 23–42.

<sup>5</sup> Там же.

<sup>6</sup> Bonnier K. A., Bruner R. F. An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms // Journal of Accounting and Economics. – 1989. – Vol. 11, no. 1. – P. 95–106.

<sup>7</sup> Khanna N., Poulsen A. B. Managers of financially distressed firms: Villains or scapegoats? // Journal of Finance. – 1995. – Vol. 50, no. 3. – P. 919–940.

<sup>8</sup> См., например: Denis D. J., Denis D. K. Performance changes following top management dismissals // Journal of finance. – 1995. – Vol. 50, no. 4. – P. 1029–1057; Huson M. R., Malatesta P. H., Parrino R. Managerial succession and firm performance // Journal of financial economics. – 2004. – Vol. 74, no. 2. – P. 237–275.

Все это обуславливает целесообразность применения регрессионного метода исследования на панельных данных. Панельные данные имеют две компоненты: кросс-секционную (значительное количество организаций) и временную (время). Если организация неторгуемая, то в большинстве наблюдений имеются только годовые финансовые отчеты. Поэтому требуется наблюдение за изменениями результативности организации за продолжительный промежуток времени.

Регрессионные методы оценивания на панельных данных предполагают использование модели либо с фиксированными эффектами, либо со случайными эффектами. Зачастую трудно представить ситуацию, что объясняющие характеристики единственно возможным образом предопределяют изменения результатов деятельности организации. В значительной степени те же самые объясняющие характеристики коррелируют с ненаблюдаемыми переменными. Решением этой проблемы является *использование модели панельной регрессии с фиксированными эффектами*. Данный метод позволяет избавиться от влияния ненаблюдаемых эффектов и получить несмещенные оценки параметров. Метод является традиционным при исследовании гетерогенных объектов, а для контроля ненаблюдаемых во времени эффектов в модель также включены временные фиксированные эффекты.

В качестве зависимых переменных, характеризующих результаты деятельности организации, используются натуральный логарифм выручки, темп роста выручки (изменение натурального логарифма выручки) и аналогичный показатель с лагом 1 год. Мы полагаем, что выручка является наиболее понятным ориентиром деятельности для генерального директора, так как отражает изменение с результатами предыдущих периодов. Использование лагирования темпа роста выручки обосновывается отложенными во времени эффектами адаптации генерального директора к внутренней и внешней среде организации.

В качестве контрольных используется набор бинарных переменных, характеризующих отраслевую и региональную принадлежность организации, временные фиксированные эффекты, а также размер организации, выраженный натуральным логарифмом активов. Тогда модель будет иметь следующий вид:

$$\begin{aligned} \text{reg}(\text{Performance}_{i,t}) = & \alpha_i + \beta_1 \text{CEO turnover}_{i,t} + \beta_2 \text{Firm controls}_{i,t} + \\ & + \beta_3 \text{CEO controls}_{i,t} + \text{Industry FE} + \text{Year FE} + \text{Region FE} + \varepsilon, \end{aligned} \quad (3)$$

где  $\text{Performance}_{i,t}$  – результаты деятельности организации;  $\alpha$  – индивидуальный эффект организации  $i$ ;  $\beta$  – коэффициент модели;  $\text{CEO turnover}_{i,t}$  – дамми-переменная смены генерального директора;  $\text{Firm controls}_{i,t}$  – характеристики организации (размер организации по величине логарифма активов);  $\text{CEO controls}_{i,t}$  – характеристики генерального директора (совмещение должностей, гражданство, пол, наличие акций организации);  $\text{Region FE}$ ,  $\text{Industry FE}$ ,  $\text{Year FE}$  – фиксированные эффекты для региона, отрасли, года;  $\varepsilon$  – стандартная ошибка.

Дескриптивная статистика наблюдаемых переменных представлена в таблице 33.

Таблица 33 – Дескриптивная статистика наблюдаемых переменных

Переменная	Число наблюдений	Среднее значение	Стандартная ошибка	Минимальное значение	Максимальное значение
Смена генерального директора	422 434	0,0666	0,2493	0	1
Натуральный логарифм выручки	283 111	3,5476	2,5015	-10,2046	17,0022
Изменение натурального логарифма выручки	254 579	0,0331	0, 6347	-2,1172	2,5914
Натуральный логарифм активов	326 350	3,2509	2,8893	-11,5129	16,6518
Стаж генерального директора, лет	422 433	5,1718	3,6132	0,6	16,3
Возраст генерального директора, лет	78 609	48,3350	10,1204	18	92
Количество должностей, занимаемых генеральным директором, помимо наблюдаемой	422 417	2,0751	3,3441	0	156
Генеральный директор – акционер	422 434	0,3291	0,4699	0	1
Генеральный директор – иностранец	422 434	0,0439	0,2050	0	1
Пол генерального директора: женский – 1, мужской – 0	421 586	0,1599	0,3665	0	1
Примечание – Составлено автором.					

Анализ дескриптивной статистики свидетельствует о том, что в 6,7 % наблюдений имела место смена генерального директора.

Размер организации, выраженный натуральным логарифмом активов, имеет большую дисперсию, что означает, что в выборке есть как очень крупные, так и достаточно мелкие организации.

Характеристики «среднестатистического» генерального директора таковы:

- средний стаж в должности – 5 лет с минимальным значением менее года и максимальным около 16 лет;
- средний возраст – 48 лет с диапазоном значений от 18 до 92 лет;
- интересным является факт, что среднее количество занимаемых должностей, помимо текущей, – 2;
- около 33 % генеральных директоров являются акционерами своих организаций;
- 16 % генеральных директоров составляют женщины;
- лишь 4 % генеральных директоров – иностранцы.

В таблице 34 представлены результаты регрессионного анализа.

Таблица 34 – Результаты регрессионного анализа

Переменная	Логарифм выручки	Изменение логарифма выручки к предыдущему году	Изменение логарифма выручки к предыдущему году с лагом 1 год
Смена генерального директора: фиктивная переменная, если была смена в наблюдаемом периоде – 1, иначе – 0	–0,0359*** (0,00695)	–0,0393*** (0,00555)	–0,0105* (0,00602)
Пол генерального директора: женский – 1, мужской – 0	0,0172 (0,0136)	0,0107 (0,0112)	0,0153 (0,0126)
Стаж работы генерального директора	0,00571*** (0,00104)	–0,00336*** (0,000832)	0,000438 (0,000885)
Генеральный директор является иностранцем – 1, иначе – 0	–0,0460** (0,0185)	0,0856*** (0,0153)	0,0621*** (0,0176)
Генеральный директор является акционером – 1, иначе – 0	0,00550 (0,0152)	0,0630*** (0,0126)	0,0428*** (0,0140)

Продолжение таблицы 34

Переменная	Логарифм выручки	Изменение логарифма выручки к предыдущему году	Изменение логарифма выручки к предыдущему году с лагом 1 год
Количество дополнительных должностей у директора	-0,0907*** (0,0103)	-0,00717 (0,00834)	-0,0265*** (0,00928)
Логарифм величины активов	0,628*** (0,00252)	0,119*** (0,00229)	0,0913*** (0,00259)
Контрольные переменные на отрасль	Да	Да	Да
Контрольные переменные на регион	Да	Да	Да
Контрольные переменные на год	Да	Да	Да
Constant	1,386*** (0,0372)	0,00357 (0,0420)	0,0915** (0,0442)
Число наблюдений	280 699	252 464	211 649
Количество организаций	46 404	44 642	42 916
R <sup>2</sup>	0,217	0,039	0,032
<p>Примечание – Составлено автором. Стандартные ошибки указаны в скобках. *** <math>p &lt; 0,01</math>. ** <math>p &lt; 0,05</math>. * <math>p &lt; 0,1</math>.</p>			

Результаты регрессионного анализа показали, что смена генерального директора в краткосрочной перспективе отрицательно влияет на результаты деятельности организации. При этом можно отметить, что при рассмотрении показателя изменения продаж с годовым лагом отмечается снижение значимости и степени влияния показателя смены генерального директора. Таким образом, подтверждается теория роста фирмы Э. Пенроуз, но нет оснований считать, что какие-либо другие теории оказались несостоятельны, поскольку их проверка требует использования иных тестов и методов анализа. Так, значимость влияния наблюдаемых характеристик генерального директора подтверждает положения теории высших эшелонов и конвергенцию интересов агентской теории.

Выводы, связанные не с фактом смены генерального директора, а с его наблюдаемыми характеристиками, показывают также значимое влияние на результаты деятельности организации. Так, иностранный директор быстрее приспосабливается к условиям деятельности в новой организации, показывая в первый

год ухудшение результативности, а в последующие периоды – значимое улучшение. Если генеральный директор является акционером организации, также наблюдается снижение его результативности в первый год и рост в последующий период. Количество дополнительных должностей у генерального директора показывает неустойчивый результат, но в целом оказывает отрицательное влияние на результаты деятельности организации. Мы не наблюдаем эффекта от гендерной принадлежности генерального директора. Значимость влияния наблюдаемых характеристик генерального директора подтверждает положения теории высших эшелонов, а значимость показателя наличия акций у генерального директора некоторым образом подтверждает конвергенцию интересов агентской теории.

### **3.3 Разработка и апробация регламента внутреннего контроля в организации корпоративного типа на основе оценки результативности деятельности генерального директора**

Глобализация и усиление конкуренции вынуждают организации принимать более сложные корпоративные стратегии, которые учитывают внутренние и внешние факторы. Эти стратегии должны приводить к росту производительности труда и обеспечивать устойчивые конкурентные преимущества. «Связывание» стратегии с операционной деятельностью требует структурированного подхода, основанного на синхронизации процессов планирования и управления с мотивацией генерального директора.

Для количественного измерения результативности деятельности работников, в том числе руководства, наиболее успешной признана система сбалансированных показателей<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Kaplan R. S., Norton D. P. Using the balanced scorecard as a strategic management system // Harvard Business Review. – 1996. – Vol. 74, no. 1. – P. 75–85.

Целью концепции системы сбалансированных показателей (Balanced Score Card, BSC) является преодоление несовершенства традиционных финансовых инструментов измерения эффективности, таких как рентабельность инвестиций, чистая приведенная стоимость, внутренняя норма прибыли, срок окупаемости и др. Это связано с двумя ограничениями. Во-первых, для построения будущих стратегий организации используются финансовые показатели прошлых периодов. Во-вторых, финансовые показатели рассчитываются с определенной периодичностью, и организации нужно дождаться истечения этого периода, чтобы оценить или разработать стратегии. По сравнению с традиционными инструментами оценки результативности деятельности BSC фокусируется на трех дополнительных показателях эффективности: клиенты, внутренние процессы, обучение и развитие<sup>1</sup>.

Исследователи считают, что основное преимущество BSC – решение проблем, связанных с внутренними характеристиками организации, такими как изменения в организационной структуре, специализации и связанными с этим коммуникациями, координацией и контролем<sup>2</sup>. BSC решает эти проблемы с помощью пяти принципов:

- 1) воплощение стратегии в операции;
- 2) согласование организации со стратегией;
- 3) интеграция стратегии в повседневные задачи сотрудников;
- 4) превращение стратегии в непрерывный процесс;
- 5) мобилизация перемен через высшее руководство.

М. Basuony<sup>3</sup> видит преимущества использования BSC для крупных организаций. Однако многие исследователи отмечают, что возможна адаптация системы

---

<sup>1</sup> См, например: Kaplan R. S., Norton D. P. The Balanced Scorecard – Measures That Drive Performance // Harvard business review. – 1992. – Vol. 70, no. 1. – P. 71–79; Kaplan R. S. Conceptual foundations of the balanced scorecard // Handbooks of management accounting research. – 2009. – Vol. 3. – P. 1253–1269.

<sup>2</sup> Madsen D. Ø., Stenheim T. Perceived benefits of balanced scorecard implementation: some preliminary evidence // Problems and perspectives in management. – 2014. – Vol. 12, no. 3. – P. 81–90; Basuony M. A. K. The Balanced Scorecard in large firms and SMEs: A critique of the nature, value and application // Accounting and finance research. – 2014. – Vol. 3, no. 2. – P. 14–22.

<sup>3</sup> Basuony M. A. K. The Balanced Scorecard in large firms and SMEs: A critique of the nature, value and application // Accounting and finance research. – 2014. – Vol. 3, no. 2. – P. 14–22.

сбалансированных показателей для каждой организации с учетом специфики ее деятельности и стратегии<sup>1</sup>.

Несмотря на широкое использование и преимущества, BSC имеет определенные ограничения в применении на практике. Концепция BSC не учитывает интересы стейкхолдеров, необходимых для определения показателей результативности деятельности работников (в том числе генерального директора), а четыре категории показателей ставят организации в жесткие рамки.

Жизнеспособной альтернативой BSC, например, является призма результативности (Performance Prism, PP)<sup>2</sup>. В основе PP лежит пять категорий по сравнению с четырьмя у BSC: это удовлетворенность заинтересованных сторон, вклад заинтересованных сторон, стратегии, процессы и возможности. Призма результативности рассматривает интересы стейкхолдеров как наиболее значимые<sup>3</sup>.

Цель построения системы сбалансированных показателей для генерального директора в конечном итоге – связать характеристики его деятельности с действиями, которые влияют на поведение всех заинтересованных сторон. Однако в связи с тем, что заинтересованным сторонам трудно непосредственно влиять на создание системы сбалансированных показателей, их должен формировать совет директоров, согласуясь со стратегическим планом организации.

Для целей диссертации стейкхолдеры организации корпоративного типа могут быть разделены на следующие категории.

1) инвесторы. Большинство инвесторов не заинтересованы в прямом участии в решениях о компенсациях генеральному директору. Однако в целом инвесторы требуют подробного раскрытия информации о вознаграждении, социальной ответственности руководителей, потенциальных изменениях стоимости акций и опцио-

---

<sup>1</sup> Chavan M. The balanced scorecard: a new challenge // Journal of management development. – 2009. – Vol. 28, no. 5. – P. 393–406.; Giannopoulos G., Holt A., Khansalar E., Cleanthous S. The use of the balanced scorecard in small companies // International journal of business and management. – 2013. – Vol. 8, no. 14. – P. 1–22.

<sup>2</sup> Neely A. D., Adams C., Kennerley M. The performance prism: the scorecard for measuring and managing business success. – London: Prentice Hall Financial Times, 2002. – 393 p.

<sup>3</sup> Neely A. D., Adams C., Kennerley M. The performance prism: the scorecard for measuring and managing business success. – London: Prentice Hall Financial Times, 2002. – 393 p.; Awadallah E. A., A. Allam A critique of the balanced scorecard as a performance measurement tool // International journal of business and social science. – 2015. – Vol. 6, no. 7. – P. 91–99.

нов на акции. Анализируя взаимосвязь между оплатой труда и производительностью труда, М. С. Jensen и К. J. Murphy<sup>1</sup> поддерживают полное раскрытие информации, что позволяет разработать контракт, предписывающий управленческие действия, увеличивающие благосостояние акционеров;

2) сотрудники. Для удержания генерального директора часто используются большие вознаграждения, которые рассматриваются как мотивация увеличения его результативности. Однако разрыв в оплате труда бывает настолько значительным, что влияет на отношения между генеральным директором, членами исполнительной команды и сотрудниками, которые могут не понимать роли генерального директора в формировании и реализации стратегии<sup>2</sup>;

3) клиенты. Являются ключевой группой стейкхолдеров, поскольку помогают укрепить репутацию организации. Отношения между клиентом и организацией должны быть основаны на взаимных ожиданиях доверия, добросовестности и честных деловых отношений. Кроме того, организация несет этическую ответственность перед потребителями, а во многих государствах – юридические обязательства<sup>3</sup>;

4) поставщики. Играют решающую роль в обеспечении безопасности и надежности поставок материалов и компонентов, которые формируют продукцию, продаваемую клиентам организации. Успех взаимоотношений с поставщиками требует соблюдения определенных этических, юридических и закупочных стандартов;

5) кредиторы. Зачастую кредиторы выражают озабоченность по поводу слишком щедрых компенсационных пакетов для руководителей и отсутствия факторов, влияющих на результативность управления. Генеральный директор несет ответственность за поддержание прочного финансового положения, которое способствует установлению профессиональных отношений с кредиторами;

---

<sup>1</sup> Jensen M. C., Murphy K. J. CEO incentives: It's not how much you pay, but how // Harvard business review. – 1990. – Vol. 68, iss. 3. – P. 138–153.

<sup>2</sup> Gnyawali D. R., Offstein E. H., Lau R. S. The impact of the CEO pay gap on firm competitive behavior // Group & organization management. – 2008. – Vol. 33, no. 4. – P. 453–484.

<sup>3</sup> Ferrell O. C. Business ethics and customer stakeholders // Academy of management perspectives. – 2004. – Vol. 18, – no. 2. – P. 126–129.

б) общество. Корпоративная социальная ответственность дает организации устойчивое конкурентное преимущество. R. E. Freeman<sup>1</sup> утверждал, что если заинтересованным сторонам будет предоставлено право голоса, то социально ответственные организации будут иметь рациональную стратегию минимизации конфликтов и оптимизации синергии в своей сети взаимоотношений с различными заинтересованными сторонами (местными сообществами, потребителями, защитниками окружающей среды, ассоциациями, субподрядчиками и т. д.);

7) совет директоров. Большинство проблем, с которыми сталкиваются советы директоров, связаны с агентскими проблемами. Советы директоров действуют в качестве агентов акционеров, являются покупателями услуг генерального директора, не работают на генерального директора и не должны иметь существенных экономических связей с организацией<sup>2</sup>. На совет директоров возлагается ответственность за разработку показателей оценки результативности деятельности генерального директора.

*Чтобы разработать эффективный механизм для оценки результативности деятельности генерального директора, предлагается выстроить систему сбалансированных показателей с учетом интересов стейкхолдеров (таблица 35).*

Следующим шагом в построении регламента внутреннего контроля в части оценки результативности управления является увязка вознаграждения топ-менеджеров с результативностью их деятельности.

Практика стимулирующих выплат генеральным директорам подвергается критике. Эксперты указывают на возможности генеральных директоров манипулировать финансовыми результатами деятельности организации путем реального сокращения ряда расходов либо применения бухгалтерских уловок<sup>3</sup>. Это приводит экспертов к мысли, что необходимо сокращать стимулирующие выплаты и повышать постоянную часть заработной платы.

---

<sup>1</sup> Freeman R. E. Strategic management: a stakeholder approach. – Boston: Pitman, 1984. – 298 p.

<sup>2</sup> Crystal G. S. Why CEO compensation is so high // California management review. – 1991. – Vol. 34, no. 1. – P. 9–29.

<sup>3</sup> Беликов И. Совет директоров компании: новый подход. – М.: Де'Либри, 2019. – С. 108.

Таблица 35 – Цели, задачи и показатели оценки результативности деятельности генерального директора в соответствии с ожиданиями стейкхолдеров

Стейкхолдеры	Ожидания стейкхолдеров	Цели и задачи генерального директора	Показатель	Объяснение показателя
Совет директоров	Работа управленческой команды с учетом миссии, стратегических и оперативных планов деятельности	Соответствие ожиданиям и договоренностям с советом директоров, выполняющим контроль деятельности генерального директора	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Прибыль на акционерный капитал.</li> <li>2. Прибыль на общую сумму активов.</li> <li>3. Прибыль на инвестиции</li> </ol>	Выполнение стратегических задач, согласованных с советом директоров и закрепленных в соответствующих документах
Инвесторы	Принятие решений с учетом интересов акционеров для получения соответствующего уровня доходности	Обеспечение привлекательной доходности	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Коэффициент цена/прибыль.</li> <li>2. Коэффициент цена/объем продаж.</li> <li>3. Нефинансовые – соблюдение законодательства, снижение рисков падения доходности и потери инвестиций</li> </ol>	Финансовые показатели являются ключевыми и используются в качестве мониторинговых для привлечения потенциальных и удержания текущих инвесторов; нефинансовые показатели направлены на создание и поддержание репутации надежной организации на инвестиционном рынке
Клиенты	Предоставление услуг и товаров надлежащего качества по приемлемой конкурентоспособной цене	Удовлетворение клиентов с учетом цены, качества и безопасности предоставляемых товаров и услуг	Изменение дебиторской задолженности	Клиенты являются основным источником доходов организации, поэтому удовлетворенность текущих клиентов и привлечение новых является необходимым условием выживания организации

Продолжение таблицы 35

Стейкхолдеры	Ожидания стейкхолдеров	Цели и задачи генерального директора	Показатель	Объяснение показателя
Сотрудники	Справедливая оплата труда, соответствующая прилагаемым усилиям, квалификации и условиям труда	Обеспечение сотрудников работой и соответствующей заработной платой, безопасными условиями труда, своевременная выплата заработной платы. Соответствие уровня заработной платы средним региональным и отраслевым значениям, справедливая дифференциация заработных плат внутри организации в соответствии с квалификацией и занимаемой должностью	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Размер среднемесячной заработной платы сотрудников.</li> <li>2. Прирост среднемесячной заработной платы</li> </ol>	Установление справедливой системы оплаты труда невозможно без учета межрегиональной дифференциации заработных плат, а также обязательств по отраслевым соглашениям. Каждый работник рассчитывает на оплату труда в соответствии с образованием, квалификацией, опытом и занимаемой должностью, что естественным образом создает необходимость дифференцированной системы оплаты труда. Это позволяет поддерживать профессионально-квалификационный состав работников и производительность труда
Поставщики	Установление долгосрочных отношений, основанных на равных возможностях продавать товары и услуги	Сотрудничество с поставщиками, поиск поставщиков с потенциально более выгодными условиями закупок, контроль закупок и платежей	Изменение кредиторской задолженности	Поддержание конкуренции среди поставщиков ресурсов позволяет либо не повышать себестоимость реализуемых товаров и услуг, либо снижать издержки производства при сохранении или улучшении качества
Кредиторы	Своевременное погашение кредиторской задолженности	Поддержание высокой кредитоспособности. Своевременное соблюдение обязательств перед кредиторами, поддержание нормативных показателей ликвидности	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Коэффициент срочной ликвидности.</li> <li>2. Коэффициент текущей ликвидности.</li> <li>3. Коэффициент долгосрочной задолженности к акционерному капиталу.</li> </ol>	Для поддержания кредитоспособности требуется положительная кредитная история и соответствие определенным нормативам показателей, формируемых на основании бухгалтерского баланса и отчета о движении денежных средств

Продолжение таблицы 35

Стейкхолдеры	Ожидания стейкхолдеров	Цели и задачи генерального директора	Показатель	Объяснение показателя
			4. Коэффициент общей суммы задолженности к акционерному капиталу	
Общество	Принятие ответственности за экономическое развитие, образование и экологию	Учет общественных интересов при принятии управленческих решений. Внедрение и развитие системы корпоративной социальной ответственности, соблюдение показателей экологичности производства, создание либо расширение программы работы с общественностью, в которую будут вовлечены сотрудники	1. Изменение суммы штрафов за загрязнение окружающей среды. 2. Изменение объема сброса сточных вод. 3. Изменение суммы платежей за загрязнение окружающей среды. 4. Инвестиции в мероприятия по защите окружающей среды. 5. Расходы на благотворительные и социальные программы в регионах присутствия организации	Социальная ответственность означает, что люди в организации будут действовать этично. Усилия по работе с населением могут быть полезными для всех участников, объединившихся для выполнения общей миссии – социальной, экологической, экономической
<p>Примечание – Составлено автором.</p> <p>Представленные показатели имеют рекомендательный характер и могут быть адаптированы советом директоров в соответствии со спецификой деятельности организации.</p>				

Разница в вознаграждении генерального директора и результативности управления в текущем периоде может возникнуть также в связи с ориентацией выплат на стратегические достижения, что не всегда может быть оценено по результатам анализируемого периода.

Большие вознаграждения генеральных директоров также могут быть объяснены наличием опционов на акции организации, что должно приводить к конвергенции интересов и повышению заинтересованности директора в повышении стоимости акций.

Увеличение вознаграждения генеральных директоров и рост доходности акций могут не совпадать, так как заработная плата директора может зависеть от других показателей (таких как, например, рост выручки, увеличение клиентской базы и т. п.)<sup>1</sup>.

Исследование отчетности 500 ведущих компаний (S&P 500) за 2015–2016 гг., проведенное Wall Street Journal, показало, что из 10 топ-компаний с самыми высокооплачиваемыми директорами не относятся к самым доходным с точки зрения акционеров. В отраслях, где у генеральных директоров самые высокие зарплаты, организации имеют худшие результаты. К числу этих отраслей относятся финансовые услуги и электроэнергетика. В других семи отраслях, к которым относятся розничная торговля и фармацевтическая деятельность, выявлены самые эффективные организации, управляемые низкооплачиваемыми генеральными директорами.

В западных компаниях отмечается усиление давления на акционеров и советы директоров для ужесточения контроля за вознаграждением генеральных директоров, для обеспечения раскрытия информации о принципах расчета вознаграждения, связи вознаграждения с результативностью управления. В западном сообществе информация о вознаграждении топ-менеджмента является доступной и широко анализируется экспертными организациями, бизнес-школами, академическими исследователями, проводящими независимый мониторинг и проверку обоснованности вознаграждений топ-менеджмента. Европейской комиссией

---

<sup>1</sup> Беликов И. Совет директоров компании: новый подход. – М.: Де'Либри, 2019. – С. 110.

в 2014 г. было предложено проводить голосование акционеров по вопросу вознаграждения генерального директора не реже 1 раза в 4 года. По мнению экспертов, новые правила в европейских странах должны привести к изменениям в практике голосования за политику вознаграждения генеральных директоров. Подобное голосование введено в 13 странах из 28, причем в трех из них – рекомендательно<sup>1</sup>.

Для устранения этих проблем при оценке результативности управления предлагается *сопоставление темпов роста внутрифирменных показателей результативности со среднеотраслевыми темпами роста*. Данный факт позволит нивелировать страновые и отраслевые особенности развития бизнеса.

В соответствии с *теорией динамических способностей* организация может рассчитывать на долгосрочный успех только при наличии способностей к постоянной трансформации. Под динамическими способностями понимаются способности участников организации (отдельных лиц и бизнес-единиц) изменять отношения и бизнес-процессы так, чтобы синергетический эффект от комплекса имеющихся ресурсов был максимальным. Это означает, что недостаточно проводить оценку деятельности организации без учета результатов показателей других организаций, действующих на рынке<sup>2</sup>. Хорошие либо плохие показатели деятельности могут быть обусловлены рыночной ситуацией, что найдет отражение в результатах всех организаций, функционирующих на рынке. Для объективной оценки результативности управления необходимо соотнести выделенные показатели деятельности (см. таблицу 35) со среднерыночными показателями (отраслевыми и (или) региональными) в зависимости от специфики деятельности организации (рисунок 21).

---

<sup>1</sup> Беликов И. Совет директоров компании: новый подход. – М.: Де'Либри, 2019. – С. 111.

<sup>2</sup> Орехова С. В. О необходимости формирования динамических способностей фирмы // Управленец. – 2012. – № 1–2. – С. 56.



Примечание – Составлено автором.

Рисунок 21 – Процесс разработки регламента внутреннего контроля на основе оценки результативности деятельности генерального директора

Рассмотрим показатели деятельности листинговой организации корпоративного типа МКПАО «РУСАЛ» для оценки ключевых показателей результативности деятельности генерального директора. Информационную базу исследования составила публичная отчетность МКПАО «РУСАЛ», данные Федеральной службы государственной статистики, публичная отчетность организаций металлургической отрасли, акции которых торгуются на бирже.

Основные среднеотраслевые показатели получены в ходе анализа данных аналитической платформы Investing.com<sup>1</sup>, где в режиме реального времени можно просматривать котировки, графики, финансовые инструменты по 250 биржам мира в 44 версиях на разных языках.

<sup>1</sup> Investing.com. – URL: <https://ru.investing.com>.

Часть показателей рассчитана на основе данных сайтов ПАО «ГМК Норникель»<sup>1</sup>, ПАО «Северсталь»<sup>2</sup>, En+ Group<sup>3</sup>, ПАО «Корпорация ВСМПО-АВИСМА»<sup>4</sup>, ПАО «Мечел»<sup>5</sup>, ПАО «Русолово»<sup>6</sup>, ПАО «Коршуновский ГОК»<sup>7</sup>, ПАО «Комбинат Южуралникель»<sup>8</sup>, ОАО «Соликамский магниевый завод»<sup>9</sup>, ПАО «Электроцинк»<sup>10</sup>.

В таблице 36 представлены показатели оценки результативности генерального директора с позиции совета директоров.

Таблица 36 – Показатели оценки результативности деятельности генерального директора МКПАО «РУСАЛ» с позиции совета директоров в сравнении с рынком, %

Ключевые показатели результативности	2019		2018	
	Значение показателя МКПАО «РУСАЛ»	Среднеотраслевое значение	Значение показателя МКПАО «РУСАЛ»	Среднеотраслевое значение
Прибыль на акционерный капитал	3,45	30,93	29,82	8,40
Прибыль на общую сумму активов	1,24	9,31	7,47	9,55
Прибыль на инвестиции	1,46	12,84	8,95	11,68

Примечание – Составлено автором по: Юнайтед Компани РУСАЛ Плс (RUAL). – URL: <https://ru.investing.com/equities/united-company-rusal-plc%60-ratios> (дата обращения: 01.02.2021).

С точки зрения совета директоров все показатели результативности за 2019 г. демонстрируют значения хуже рынка, что частично объясняется международными

<sup>1</sup> ПАО «ГМК Норникель». – URL: <https://nornickel.ru/investors/disclosure/annual-reports>.

<sup>2</sup> ПАО «Северсталь». – URL: [https://www.severstal.com/rus/ir/results\\_reports](https://www.severstal.com/rus/ir/results_reports).

<sup>3</sup> En+ Group. – URL: <https://enplusgroup.com/ru>.

<sup>4</sup> ПАО «Корпорация ВСМПО-АВИСМА». – URL: [http://www.vsm-po.ru/ru/pages/Ras-kritie\\_informacii](http://www.vsm-po.ru/ru/pages/Ras-kritie_informacii).

<sup>5</sup> ПАО «Мечел». – URL: <https://www.mechel.ru/shareholders/report>.

<sup>6</sup> ПАО «Русолово». – URL: <http://rus-olovo.ru/for-investors/disclosure>.

<sup>7</sup> ПАО «Коршуновский ГОК». – URL: <https://www.korgok.com>.

<sup>8</sup> ПАО «Комбинат Южуралникель». – URL: <https://unickel.ru>.

<sup>9</sup> ОАО «Соликамский магниевый завод». – URL: [http://смз.пф/godovye\\_otchety/0-11](http://смз.пф/godovye_otchety/0-11).

<sup>10</sup> ПАО «Электроцинк». – URL: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=3521>.

санкциями, введенными в отношении организации. Показатели за 2018 г., такие как прибыль на общую сумму активов, прибыль на инвестиции, демонстрирующие значения хуже рынка, отклоняются от среднерыночных, вместе с тем прибыль на акционерный капитал значительно превышает среднеотраслевое значение.

В таблице 37 представлены показатели оценки результативности деятельности генерального директора с позиции инвесторов.

Таблица 37 – Показатели оценки результативности деятельности генерального директора МКПАО «РУСАЛ» с позиции инвесторов в сравнении с рынком за 2019 г.

Ключевые показатели результативности	Значение показателя МКПАО «РУСАЛ»	Среднеотраслевое значение
Коэффициент цена/прибыль	38,08	12,95
Коэффициент цена/объем продаж	0,66	2,06

Примечание – Составлено автором по: Юнайтед Компани РУСАЛ Плс (RUAL). – URL: <https://ru.investing.com/equities/united-company-rusal-plc%60-ratios> (дата обращения: 01.02.2021).

По соотношению капитализации организации к прибыли можно отметить, что акции организации переоценены, вместе с тем второй показатель имеет значение лучше рынка.

В таблице 38 представлены показатели оценки результативности деятельности генерального директора для клиентов.

По итогам 2019 г. продажи алюминия составили 4 176 тыс. т, увеличившись на 13,8 % к предыдущему году. Рост был обусловлен главным образом частичной распродажей запасов первичного алюминия, которые были накоплены к концу 2018 г. в результате действия санкций OFAC и полного запуска первой серии Богучанского алюминиевого завода (БоАЗ) в марте 2019 г.<sup>1</sup> В 2019 г. мировой спрос на алюминий увеличился на 0,1 % и составил 65,3 млн т.

<sup>1</sup> См., подробнее: РУСАЛ. Производство алюминия на прежнем уровне, цены ниже. – URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/rusal-proizvodstvo-aliuminiia-na-prezhnem-urovne-tseny-nizhe> (дата обращения 01.02.2021).

Таблица 38 – Показатели оценки результативности деятельности генерального директора МКПАО «РУСАЛ» с позиции клиентов в сравнении с рынком, %

Ключевые показатели результативности	2019		2018	
	Значение показателя МКПАО «РУСАЛ»	Среднеотраслевое значение	Значение показателя МКПАО «РУСАЛ»	Среднеотраслевое значение
Изменение дебиторской задолженности к предыдущему периоду	36	9,5	10,6	-7,4
Примечание – Составлено автором по: Юнайтед Компани РУСАЛ Плс (RUAL). – URL: <a href="https://ru.investing.com/equities/united-company-rusal-plc%60-ratios">https://ru.investing.com/equities/united-company-rusal-plc%60-ratios</a> (дата обращения: 01.02.2021).				

В остальной части мира (без учета Китая) спрос упал на 2,6 %, составив 28,5 млн т, в то время как в Китае спрос вырос на 2,4 % и составил 36,8 млн т. Несмотря на сохраняющуюся неопределенность, сегмент транспортных перевозок должен способствовать росту спроса на алюминий в 2020 г. на фоне запуска производства новых моделей, в том числе электромобилей, и применения алюминия в автомобилях.

По данным ассоциации European Aluminium, автомобильная промышленность потребляет 36 % алюминиевой продукции в странах Европейского союза, и сейчас падение мирового производства автомобилей становится большой проблемой для производителей алюминия. При этом производство автомобилей в ЕС в марте-апреле 2020 г. сократилось на 2,3 млн по сравнению с аналогичным периодом 2019 г.<sup>1</sup>

Показатели оценки деятельности генерального директора с точки зрения сотрудников представлены в таблице 39.

<sup>1</sup> Кудяров С. Вверх и внутрь. Будущее российской алюминиевой промышленности связано с работой на внутренний рынок и развитием передельных изделий и сплавов из алюминия. – URL: <https://expert.ru/expert/2020/23/vverh-i-vnutr> (дата обращения 01.02.2021).

Таблица 39 – Показатели оценки результативности деятельности генерального директора МКПАО «РУСАЛ» с позиции сотрудников в сравнении с рынком

Ключевые показатели результативности	2019		2018	
	Значение показателя МКПАО «РУСАЛ»	Среднеотраслевое значение	Значение показателя МКПАО «РУСАЛ»	Среднеотраслевое значение
Среднемесячная заработная плата работников, р.	52 612,4	53 539,4	47 527,0	49 982,0
Прирост среднемесячной заработной платы работников к предыдущему периоду, %	10,7	7,1	3,6	1,0
<p>Примечание – Составлено автором по: Создавая зеленое будущее: отчет об устойчивом развитии 2019. – URL: <a href="https://rusal.ru/upload/iblock/d3c/d3c309f8e8fa639ba074024f22abc9e4.pdf">https://rusal.ru/upload/iblock/d3c/d3c309f8e8fa639ba074024f22abc9e4.pdf</a> (дата обращения 01.02.2021); Среднемесячная номинальная начисленная заработная плата по полному кругу организаций металлургического производства / Федеральная служба государственной статистики. – URL: <a href="https://rosstat.gov.ru/labor_market_employment_salaries">https://rosstat.gov.ru/labor_market_employment_salaries</a> (дата обращения: 01.02.2021).</p>				

В 2019 г. в организации была разработана и внедрена трехлетняя программа повышения оплаты труда преимущественно для сотрудников, занятых на производстве. Хотя окончание программы запланировано на 2021 г., она уже принесла ощутимые результаты. Так, средняя заработная плата сотрудников РУСАЛа выросла на 10,7 % по сравнению с 2018 г., в то время как в среднем по металлургическому производству рост заработной платы составил 7,1 %.

Показатели оценки результативности деятельности генерального директора с позиции поставщиков представлены в таблице 40.

Особенность производств РУСАЛа заключается в том, что качество выпускаемых продуктов почти на 80 % зависит от поставщиков. Поэтому качество и сроки поставки сырья и материалов для производства основной продукции являются критически важными факторами. Вся поставляемая продукция должна соответствовать требованиям контрактов и нормативной документации, а система менеджмента качества поставщиков – требованиям РУСАЛа.

Таблица 40 – Показатели оценки результативности деятельности генерального директора МКПАО «РУСАЛ» с позиции поставщиков в сравнении с рынком

Ключевые показатели результативности	2019		2018	
	Значение показателя МКПАО «РУСАЛ»	Среднеотраслевое значение	Значение показателя МКПАО «РУСАЛ»	Среднеотраслевое значение
Изменение кредиторской задолженности к предыдущему периоду	-3,1	-10,8	-16,7	10,5
Примечание – Составлено автором по: Создавая зеленое будущее: отчет об устойчивом развитии 2019. – URL: <a href="https://rusal.ru/upload/iblock/d3c/d3c309fbe8fa639ba074024f22abc9e4.pdf">https://rusal.ru/upload/iblock/d3c/d3c309fbe8fa639ba074024f22abc9e4.pdf</a> (дата обращения 01.02.2021).				

В 2019 г. РУСАЛ сотрудничал более чем со 110 организациями – производителями сырья и материалов для производства основной продукции, бóльшая часть которых – организации из России и Китая. Доля закупок сырья и материалов для производства основной продукции у местных поставщиков составила 44 %. При закупках сырья и материалов, удовлетворяющих требованиям РУСАЛа, компания отдает предпочтение поставщикам из России и СНГ, выстраивая отношения на основе долгосрочных контрактов. При отсутствии достаточного предложения с их стороны дополнительные объемы закупаются за рубежом. Для обеспечения прозрачности процесса закупок в 2019 г. были обновлены внутренние правила закупок, позволяющие сделать данный процесс еще более прозрачным.

В таблице 41 представлены показатели оценки результативности деятельности генерального директора с точки зрения кредиторов.

Таблица 41 – Показатели оценки результативности деятельности генерального директора МКПАО «РУСАЛ» с позиции кредиторов в сравнении с рынком в 2019 г., %

Ключевые показатели результативности	Значение показателя МКПАО «РУСАЛ»	Среднеотраслевое значение
Коэффициент срочной ликвидности	1,39	1,37
Коэффициент текущей ликвидности	2,34	1,98

## Продолжение таблицы 41

Ключевые показатели результативности	Значение показателя МКПАО «РУСАЛ»	Среднеотраслевое значение
Коэффициент долгосрочной задолженности к акционерному капиталу	121,01	167,30
Коэффициент общей суммы задолженности к акционерному капиталу	133,81	200,76
Примечание – Составлено автором по: Юнайтед Компани РУСАЛ Плс (RUAL). – URL: <a href="https://ru.investing.com/equities/united-company-rusal-plc%60-ratios">https://ru.investing.com/equities/united-company-rusal-plc%60-ratios</a> (дата обращения: 01.02.2021).		

Компания демонстрирует показатели ликвидности на уровне выше средних по отрасли, коэффициенты задолженности также лучше среднеотраслевых.

В таблице 42 представлены показатели оценки результативности деятельности генерального директора с точки зрения общества.

Экологические показатели МКПАО «РУСАЛ» лучше среднеотраслевых, что находит отражение в достижениях организации в экологической сфере деятельности. В исследовании Bloomberg Intelligence РУСАЛ назван самым чистым производителем алюминия среди пяти крупнейших мировых компаний отрасли. В 2019 г. РУСАЛ вошел в тройку российских компаний из топ-100 фирм с лучшими показателями в области устойчивого развития на развивающихся рынках по версии Vigeo Eiris. Кроме того, РУСАЛ признан глобальным лидером в международном рейтинге Carbon Disclosure Project (CDP) по работе с климатическими рисками по всей цепочке поставок. Компания заняла первое место на Всероссийском конкурсе на лучшую организацию работ в области сокращения выбросов парниковых газов «Климат и ответственность – 2019», проводимом при поддержке Министерства экономического развития РФ и Министерства природных ресурсов и экологии РФ. РУСАЛ был отмечен Неправительственным экологическим фондом им. В. И. Вернадского за успешное участие в Национальном проекте «Экология».

Таблица 42 – Показатели оценки результативности деятельности генерального директора МКПАО «РУСАЛ» с позиции общества

Ключевые показатели результативности	2019		2018	
	Значение показателя МКПАО «РУСАЛ»*	Среднеотраслевое значение	Значение показателя МКПАО «РУСАЛ»*	Среднеотраслевое значение
Изменение суммы штрафов за загрязнение окружающей среды к предыдущему периоду, %	-72,2	-37,4**	-51,1	-41,2**
Изменение объема сброса сточных вод к предыдущему периоду, %	+3	-3,9**	+2	-3,7**
Изменение суммы платежей за загрязнение окружающей среды к предыдущему периоду, %	+12,9	+15,3***	+2,9	+5,7***
Инвестиции в мероприятия по защите окружающей среды, млн долл. США	95,9	Н/д	202,4	Н/д
Расходы на благотворительные и социальные программы в регионах присутствия организации, млн долл. США	31	Н/д	15,7	Н/д

Примечание – Составлено автором.

\* Создавая зеленое будущее: отчет об устойчивом развитии 2019 г. – URL: <https://rusal.ru/upload/iblock/d3c/d3c309f8e8fa639ba074024f22abc9e4.pdf> (дата обращения 01.02.2021).

\*\* По данным публичной отчетности организаций металлодобывающей отрасли.

\*\*\* Объем сброса загрязненных сточных вод по бассейнам отдельных морей и рек / Федеральная служба государственной статистики. — URL: <https://rosstat.gov.ru/folder/11194> (дата обращения 01.02.2021).

С точки зрения общества представляется достаточно сложным сопоставить инвестиции организации со средними отраслевыми либо региональными значениями, однако в регионах присутствия наблюдается достаточно широкое участие ор-

ганизации в экологических, социальных и благотворительных проектах. Например, в 2019 г. РУСАЛ перезапустил грантовый конкурс «Территория РУСАЛа» в новом формате для поддержки масштабных проектов открытых общественных пространств на основе проведенных исследований социальной сферы и многосторонних обсуждений с заинтересованными сторонами. Проекты, участвующие в конкурсе «Территория РУСАЛа», должны быть направлены на создание комфортной городской среды и инфраструктуры для проведения масштабных городских мероприятий в сфере культуры, туризма и досуга горожан, а также предлагать оригинальные решения благоустройства территорий и создания социокультурных объектов, вовлекать жителей городов в их развитие и обустройство. В 2019 г. продолжилась программа по переселению жителей поселка Чекановский, в рамках которой семьи из поселка переезжают в квартиры, построенные на средства РУСАЛа. Одновременно с переселением в поселке идут работы по сносу домов и рекультивации земель. С 2014 г. было снесено 546 жилых домов и расселено 396 семей. Общий объем финансирования данного проекта начиная с 2008 г. по текущую дату составил более 17 млн долл. США.

По результатам анализа показателей результативности деятельности генерального директора необходимо свести все данные в единую таблицу для принятия решения об итоговой результативности (таблица 43).

Таблица 43 – Итоги оценки результативности деятельности генерального директора МКПАО «РУСАЛ» в 2019 г.

Стейкхолдеры	Ключевые показатели результативности	Результат лучше среднерыночного	Результат хуже среднерыночного
Совет директоров	Прибыль на акционерный капитал		V
	Прибыль на общую сумму активов		V
	Прибыль на инвестиции		V
Инвесторы	Коэффициент цена/прибыль		V
	Коэффициент цена/объем продаж	V	
Клиенты	Изменение дебиторской задолженности к предыдущему периоду	V	

## Продолжение таблицы 43

Стейкхолдеры	Ключевые показатели результативности	Результат лучше среднерыночного	Результат хуже среднерыночного
Сотрудники	Размер среднемесячной заработной платы сотрудников*	V	
	Прирост среднемесячной заработной платы к предыдущему периоду	V	
Поставщики	Изменение кредиторской задолженности к предыдущему периоду		V
Кредиторы	Коэффициент срочной ликвидности	V	
	Коэффициент текущей ликвидности	V	
	Коэффициент долгосрочной задолженности к акционерному капиталу	V	
	Коэффициент общей суммы задолженности к акционерному капиталу	V	
Общество	Изменение суммы штрафов за загрязнение окружающей среды к предыдущему периоду	V	
	Изменение объема сброса сточных вод к предыдущему периоду	V	
	Изменение суммы платежей за загрязнение окружающей среды к предыдущему периоду	V	
<i>Итого</i>	<i>Количество показателей</i>	<i>10</i>	<i>6</i>
	<i>Доля показателей, %</i>	<i>68,75 %</i>	<i>31,25 %</i>
<p>Примечание – Составлено автором.</p> <p>* С учетом того, что показатель по МКПАО «РУСАЛ» – это базовый оклад без бонусов, районных коэффициентов и «северных надбавок», следует считать этот показатель лучше рынка.</p>			

На основании представленной информации о результативности деятельности генерального директора совету директоров следует принять решение о признании его деятельности удовлетворительной, а также установить допустимый процент показателей, принимающих значение хуже среднеотраслевых.

Возможно также установление показателей, которые могут быть блокирующими. Например, в «Методических рекомендациях по применению ключевых показателей эффективности деятельности хозяйственных обществ, в уставных капиталах которых доля участия Российской Федерации или субъекта Российской Федерации превышает 50 % процентов, и показателей деятельности государственных

унитарных предприятий в целях определения размера вознаграждения их руководящего состава»<sup>1</sup> установлены депремирующие показатели руководящего состава предприятий и обществ:

– для всех предприятий и обществ:

а) наличие (отсутствие) задолженности по заработной плате перед работниками;

б) отношение объема совокупного долга к прибыли до вычета налоговых и процентных платежей и амортизации;

– для всех обществ: превышение установленного органами управления общества значения отношения суммы кредитов и займов к прибыли до вычета;

– для организаций оборонно-промышленного комплекса:

а) выполнение государственного оборонного заказа и мероприятий по импортозамещению;

б) выполнение мероприятий по диверсификации производства оборонно-промышленного комплекса и выпуску высокотехнологичной продукции гражданского и двойного назначения;

в) рост реализации гражданской продукции собственного производства;

– для финансовых организаций: ухудшение динамики показателя «доля просроченной задолженности» или превышение установленного органами управления общества показателя «доля просроченной задолженности».

Предложенный регламент внутреннего контроля в организации корпоративного типа, основанный на авторской методике оценки результативности деятельности генерального директора, обладает следующими преимуществами:

– учитывает целый комплекс факторов деятельности организации, включая отраслевую и внутрифирменную специфику, рыночную динамику;

---

<sup>1</sup> Методические рекомендации по применению ключевых показателей эффективности деятельности хозяйственных обществ, в уставных капиталах которых доля участия Российской Федерации или субъекта Российской Федерации превышает 50 % процентов, и показателей деятельности государственных унитарных предприятий в целях определения размера вознаграждения их руководящего состава, утв. распоряжением Правительства Российской Федерации от 27 июня 2019 г. № 1388-р.

– обладает гибкостью в выборе показателей оценке и их интерпретации для принятия решений о результативности деятельности генерального директора и его смене;

– опирается на учет интересов широкого круга заинтересованных сторон.

Все это дает возможность считать предложенный инструментарий унифицированным, а значит легко применимым в деятельности организаций любых типов и видов деятельности.

### **Выводы по главе 3**

1. На основании уточнения понятия «результативность управления» определены лакуны в изучении зависимости «смена генерального директора – результативность управления», «результаты деятельности организации – смена генерального директора», среди которых отсутствие единого мнения насчет направления влияния данной зависимости, слабая изученность проблемы в России, трудность выбора показателей оценки.

2. Предложена и апробирована комплексная эконометрическая модель влияния результативности управления на вероятность смены генерального директора в организациях корпоративного типа, включающая восемь последовательных шагов. Подтвердились гипотезы о влиянии результативности управления на вероятность смены генерального директора, гипотезы о влиянии «окапывания» генерального директора, наличия крупнейших акционеров и акционеров-инсайдеров, публичности организаций и экзогенных шоков. Гипотезы о влиянии на результаты деятельности организации корпоративного типа численности членов совета директоров и присутствия государства в числе собственников не подтвердились. Данные результаты можно трактовать как факторы, снижающие качество внутреннего корпоративного контроля в организациях корпоративного типа в России.

3. Проведен эконометрический анализ, показывающий наличие статистически значимой обратной связи между сменой генерального директора и результатами деятельности организации корпоративного типа, выраженными показателями изменения продаж в краткосрочном периоде.

4. Разработан и апробирован методический подход к оценке результативности деятельности генерального директора на основе системы сбалансированных показателей, стейкхолдерского подхода и учета динамических способностей. Предложен регламент внутреннего контроля в организации корпоративного типа, позволяющий совету директоров организации корпоративного типа принять решение об удовлетворительности результатов деятельности генерального директора.

## Заключение

В результате диссертационного исследования получен ряд научных результатов, обладающих признаками научной новизны.

**1. На основе изучения эволюции корпоративного управления и специфики его российской модели установлено, что результативность управления в организациях корпоративного типа зависит от позиции генерального директора в системе корпоративного контроля. Доказана дуальная роль генерального директора в корпоративном управлении, заключающаяся в том, что он выступает одновременно объектом и субъектом (агентом и принципалом) в системе внутреннего корпоративного контроля организации.**

В широком смысле корпоративное управление – это набор правил, процессов и структур, посредством которых организации управляются и контролируются. На основе обобщения имеющихся подходов под корпоративным управлением понимается институционализированная (формально и неформально) система, которая регламентирует отношения между основными стейкхолдерами организации. Корпоративное управление охватывает целый ряд стратегических вопросов, решение которых напрямую влияет на результативность управления организацией.

Россия имеет смешанные черты уже устоявшихся моделей, что определяет специфику национального корпоративного управления. В развитии российской модели корпоративного управления можно выделить пять этапов (становления, постприватизационный, финансовый, организационной эффективности, пандемии и постпандемийного кризиса), переход от одного к другому объясняется изменениями и реформами, трансформирующими институциональный контекст российской экономики. Последние этапы развития корпоративного управления в России связаны с вопросами результативности управления и организационной эффективностью в целом.

Публичная корпорация обычно рассматривается как организация, управляемая генеральными директорами и контролируемая советом директоров от имени

акционеров. Акционеры полагаются на механизмы внутреннего и внешнего корпоративного контроля, чтобы решить агентскую проблему, возникающую из-за разделения собственности и контроля. Под внутренним корпоративным контролем понимается контроль за деятельностью менеджмента, осуществляемый советом директоров как наблюдательным и надзорным органом. В целом внутренний контроль направлен на оценку эффективности взаимодействия между внутренними стейкхолдерами – группами «совет директоров – генеральный директор», «генеральный директор – работники».

Согласно критическому анализу подходов, объясняющих роль генерального директора в организации, наиболее перспективными являются:

– теория заинтересованных сторон, предполагающая, что организация не должна преследовать только экономические показатели эффективности, и не отрицаящая использование этих показателей, например, для оценки повышения благосостояния акционеров как одной из заинтересованных сторон;

– теория высших эшелонов, позволяющая акцентировать внимание на наблюдаемых характеристиках генерального директора;

– теория роста фирмы, уделяющая особое внимание факту смены руководителя;

– агентская теория, важная с точки зрения изучения вопроса «окапывания» и уровня конвергенции менеджеров.

Принципиально важным моментом в формировании исследовательской программы диссертации является признание дуальной позиции генерального директора организации в корпоративном управлении и контроле. С одной стороны, генеральный директор является объектом корпоративного контроля, так как подчиняется общему собранию акционеров и совету директоров организации. Вместе с тем генеральный директор является субъектом корпоративного контроля по отношению к организации, ее подразделениям и работникам. Такой дуализм позиции генерального директора затрудняет понимание его роли в достижении результативности управления и организационной эффективности в целом.

**2. Разработана оригинальная трехуровневая иерархия детерминант смены генерального директора в организациях корпоративного типа. Предложен эмпирико-методический инструментарий, который позволил провести комплексный анализ факторов смены генерального директора в организации корпоративного типа; сформировать уникальную объективную базу данных из 54 341 акционерного общества Российской Федерации для оценки характеристик генерального директора и вероятности его смены.**

Генеральный директор является лицом, принимающим стратегические решения в отношении инвестиций, производства, распределения ресурсов, выхода на новые рынки, несет ответственность за результаты деятельности организации. Смена руководителя может неоднозначно повлиять на внутрифирменные и рыночные показатели эффективности деятельности организации.

Под сменой руководителя понимается его увольнение, которое приводит к его уходу из организации или уходу с должности генерального директора. Поскольку вопрос выяснения факторов (причин) смены генерального директора в организации является принципиально важным для целей диссертационного исследования, в работе выделены несколько уровней этих факторов.

Первый уровень составляет традиционное деление причин смены руководителя на добровольные и вынужденные.

Второй уровень предполагает исследование вынужденных увольнений генеральных директоров организации. Ключевым фактором вынужденной смены руководителя является его результативность.

К факторам третьего уровня относятся процессы корпоративного контроля: внешние, такие как экономические кризисы, изменение законодательства и уровня конкуренции, и внешние – характеристики совета директоров, структура собственности и «окапывание» генеральных директоров. Изучение факторов третьего уровня дает реальное представление о механизмах смены генеральных директоров.

В исследовании проведен эмпирический отбор данных о сменяемости генеральных директоров в организациях корпоративного типа. Выборка ограничена акционерными обществами как организациями корпоративного типа. Отчетность

акционерных обществ наиболее регламентирована, а значит, качество данных о результативности у них выше. Конечная выборка содержит несбалансированную панель по 54 341 акционерному обществу за период 2007–2018 гг.

Сформированная база данных по организациям корпоративного типа имеет ценность по следующим причинам:

- 1) на сегодняшний день это самая большая база наблюдений о смене генеральных директоров в России;
- 2) выборка была сплошной, что позволяет сделать выводы по всем российским организациям корпоративного типа;
- 3) при разработке соответствующих алгоритмов можно использовать базу данных для оценки других процессов корпоративного управления и контроля.

Собранная база данных о сменяемости генеральных директоров в российских организациях корпоративного типа позволяет проводить количественную эмпирическую оценку того, какие факторы влияют на эту ротацию. На основании анализа дескриптивной статистики выявлено, что только менее чем в 20 % организаций из выборки генеральный директор не менялся. Для организаций, в которых происходили смены генерального директора, характерны бóльшая величина активов, низкая рентабельность, бóльшие темпы роста продаж и бóльшая долговая нагрузка.

**3. На основе комплексного эконометрического моделирования эмпирически определена обратная зависимость между вероятностью смены генерального директора и результативностью его деятельности в российских организациях корпоративного типа. Доказано, что факторы «окапывания» генерального директора, наличие владельцев крупных пакетов акций и акционеров-инсайдеров, публичность организации и экзогенные шоки, в отличие от численности членов совета директоров и присутствия государства в структуре собственников, оказывают влияние на вероятность смены генерального директора. Подтверждена гипотеза об обратной зависимости между результатами деятельности организации корпоративного типа и вероятностью смены ее генерального директора.**

Несмотря на активное использование в исследованиях термина «результативность управления» и смежных понятий, их устойчивое определение отсутствует как в нормативно-правовых актах, так и в научной литературе.

Однако важно разграничивать результативность организации и результативность управления, поскольку во втором случае речь идет об оценке конкретного лица (группы лиц). При этом результативность деятельности генерального директора напрямую связана с достижением целевых показателей деятельности организации и гармонизацией интересов всех ее стейкхолдеров.

В исследовании анализируется взаимосвязь смены генеральных директоров и результативности управления. Предыдущие исследования демонстрируют некоторые лакуны в изучении зависимости «смена генерального директора – результативность управления»:

1) отсутствует единое мнение о направлении влияния смены генерального директора на результативность организации. В большинстве источников подчеркивается, что смена директора обычно происходит в не лучший для организации период, когда результаты деятельности организации снижаются и в обязанности совета директоров входит замена генерального директора. В то же время приход нового руководителя создает потенциал для положительных стратегических изменений;

2) отсутствуют российские исследования, оценивающие данную зависимость на большом массиве данных;

3) практически отсутствует анализ динамики процессов, определяющих устойчивость тенденций при выявлении влияния смены генерального директора на результаты организации;

4) результаты исследования также могут различаться в зависимости от выбранных организаций.

Выбор эконометрической модели также представляет определенную трудность. Поскольку эффективность использования логит-регрессии доказана значительным пулом работ, мы также принимаем эту модель как базовую, дополняя ее случайными эффектами и выдвигая ряд гипотез:

- Н1. Чем выше показатели результативности управления, тем ниже вероятность смены генерального директора организации, и наоборот;
- Н2.1. Чем больше стаж работы в должности, тем ниже вероятность смены генерального директора;
- Н2.2. При наличии у генерального директора акций организации вероятность смены генерального директора ниже;
- Н2.3. Наличие акций у менеджмента организации снижает вероятность смены генерального директора;
- Н2.4. Если генеральный директор является членом совета директоров организации, вероятность его увольнения снижается;
- Н3.1. Присутствие государства в качестве собственника снижает вероятность смены генерального директора организации;
- Н3.2. Чем выше уровень концентрации собственности (рассчитываемый как доля трех крупнейших акционеров), тем выше вероятность смены генерального директора;
- Н4.1. Чем больше размер совета директоров, тем ниже вероятность смены генерального директора;
- Н4.2. Если организация является публичной, вероятность смены генерального директора выше;
- Н5. Во время экономического кризиса повышается вероятность смены генерального директора.

На первом шаге моделирования проверяется вклад показателей результативности управления организаций корпоративного типа в вероятность смены генерального директора. Результаты моделирования демонстрируют статистически значимое отрицательное влияние каждого параметра результативности управления (рентабельности активов, рентабельности продаж, изменения объема продаж) на смену генерального директора, хотя производительность труда лишь незначительно значима. Большинство контрольных переменных также значимы, причем, что важно, направление их воздействия совпадает с ожидаемыми результатами. Оценки возраста организации показывают отрицательный знак, т. е. с увеличением воз-

раста организации вероятность отставки генерального директора снижается. Финансовая устойчивость положительна, что соответствует предыдущим исследованиям и означает, что при повышении финансовой устойчивости организации вероятность смены генерального директора возрастает.

Что касается характеристик генерального директора, все факторы оказываются значительными. Вероятность ротации директора сокращается с числом лет его работы в должности и ниже для женщин-руководителей. Иностранное гражданство увеличивает вероятность отставки, что, скорее всего, связано с более высоким вознаграждением и, следовательно, более низкими затратами на замещение. Влияние фактора совмещения должностей снижает вероятность смены, поскольку указывает на хорошую репутацию и богатый опыт генерального директора.

На втором шаге моделирования учитываются функции корпоративного контроля путем включения переменной, описывающей размер совета директоров. Согласно результатам, в организациях с крупными советами вероятность смены генерального директора значительно выше. Более того, оценка с учетом ROA статистически значима и отрицательна, что указывает на то, что вероятность смены становится более зависимой от результативности по мере увеличения количества мест в совете.

На третьем шаге моделирования проверяется наличие и влияние управленческого «окапывания» в российских организациях путем введения нескольких взаимосвязанных показателей. Эффект владения акциями показывает статистическую значимость как самостоятельно, так и при умножении на ROA. Независимо от уровня результативности организации генеральный директор – акционер более устойчив к увольнениям по сравнению с директором, не являющимся акционером. Если генеральный директор владеет акциями, чувствительность к плохим результатам деятельности организации резко снижается.

Членство в совете директоров рассматривается как потенциальный показатель «окапывания». В результате расчетов прямой и кросс-эффекты остаются статистически значимыми, хотя кросс-эффект становится отрицательным, что означает более высокую чувствительность связи «результативность управления – смена

генерального директора» для этой группы руководителей. Полученный результат противоречит имеющимся в литературе оценкам.

На четвертом шаге моделирования оценивается влияние структуры собственности. Результаты неожиданны, так как государственные организации демонстрируют значительно более высокие темпы ротации генеральных директоров по сравнению с негосударственными. Концентрация собственности способствует большей вероятности смены генерального директора, но не оказывает существенного влияния на ее связь с результативностью.

На пятом шаге моделирования рассматривается влияние внешних шоков. В модель они включены в виде фиктивного состояния для финансового кризиса, за которым следует период длительного восстановления. Как независимый эффект, так и показатель, умноженный на ROA, оказываются значительными. В период после кризиса чаще всего отмечались отставки генерального директора в связи с результативностью, что, однако, противоречит ранее полученным результатам.

На шестом шаге моделирования исследуются различия между публичными и непубличными организациями корпоративного типа. Несмотря на то, что вероятность смены генеральных директоров значительно выше для публичных акционерных обществ, значительного влияния результативности (по ROA) не обнаружено. Направление влияния соответствует ожиданиям. Когда листинговые организации сравниваются с нелистинговыми, оценка чувствительности по ROA оказывается отрицательной и значительной, хотя и слабой.

На седьмом шаге моделирования с целью проверки результатов, полученных в процессе моделирования, и сопоставления с результатами предыдущих работ выборка была ограничена промышленными организациями. Для этой когорты организаций повторяется оценка базовой модели. Стандартное отклонение ROA сопровождается увеличением на 1,3 % объясняющей переменной, что выше, чем для полной выборки. Хотя ряд контрольных переменных, включая концентрацию в отрасли, возраст организации и пол генерального директора оказываются незначительными или незначимыми, общая модель остается неизменной.

Также для проверки устойчивости модели выбранные показатели эффективности заменяются их эквивалентами, скорректированными на среднее значение по отрасли. Значения получены путем вычитания средних показателей для соответствующих организаций. Оценки остаются довольно схожими, что означает, что исключительно отраслевые условия не играют существенной роли в соответствии с теорией относительной оценки эффективности.

Наконец, на восьмом шаге моделирования осуществляется проверка надежности базовой модели, для этого в нее вводятся другие контрольные переменные:

- вместо логарифма активов для измерения размера организации – логарифмически преобразованные численность работников и выручка от продаж;
- вместо отношения заемных средств к активам – отношение заемных средств к собственному капиталу.

Полученные оценки стабильны. Они остаются значимыми, а также не обнаруживаются различия в абсолютных величинах, из чего можно сделать вывод, что базовая модель работает достаточно хорошо.

Для оценки смены генерального директора на результаты деятельности организации использована панельная регрессия с фиксированными эффектами. Данный метод позволяет избавиться от влияния ненаблюдаемых эффектов и получить несмещенные оценки параметров. Метод является традиционным при исследовании гетерогенных объектов, а для контроля ненаблюдаемых во времени эффектов в модель также включены временные фиксированные эффекты.

В качестве зависимых переменных, характеризующих результаты деятельности организации, используются натуральный логарифм выручки, темп роста выручки (изменение натурального логарифма выручки) и аналогичный показатель с лагом 1 год.

В качестве контрольных используется набор фиктивных переменных, характеризующих отраслевую и региональную принадлежность организации, временные фиксированные эффекты, а также размер организации, выраженный натуральным логарифмом активов.

Результаты регрессионного анализа показали, что смена генерального директора в краткосрочной перспективе отрицательно влияет на результаты деятельности организации. При этом можно отметить, что при рассмотрении показателя изменения продаж с годовым лагом отмечается снижение значимости и степени влияния показателя смены генерального директора. Таким образом, подтверждается теория роста фирмы Э. Пенроуз, но нет оснований считать, что какие-либо другие теории оказались несостоятельны, поскольку их проверка требует использования иных тестов и методов анализа. Так, значимость влияния наблюдаемых характеристик генерального директора подтверждает положения теории высших эшелонов и конвергенцию интересов агентской теории.

Результаты, связанные не с самой сменой генерального директора, а с его наблюдаемыми характеристиками, показывают значимое влияние на результативность. Во-первых, интересным является факт, что иностранный директор быстрее приспосабливается к условиям деятельности в новой организации, показывая в первый год ухудшение результативности, а в последующие периоды – значимое улучшение. Это может быть объяснено приспособлением иностранного топ-менеджера к специфике корпоративной культуры российской корпорации.

Во-вторых, если директор является акционером организации, наблюдается снижение его результативности в первый год и рост в последующий период. Потенциальное объяснение данному факту – наличие механизма сглаживания оппортунистического поведения, поскольку генеральный директор является агентом и принципалом одновременно.

Количество дополнительных должностей у генерального директора показывает неустойчивый результат, но в целом оказывает отрицательное влияние на результативность. Это может объясняться низким уровнем мотивации генерального директора из-за наличия альтернативных источников дохода. Гендерная принадлежность директора оказалась незначимой.

Главным результатом эмпирической части диссертационного исследования является разработка и апробация модели влияния результативности управления на вероятность смены генерального директора в организациях корпоративного типа,

включающая восемь последовательных шагов моделирования. Подтвердились гипотезы о влиянии результативности управления на вероятность смены генерального директора, гипотезы о влиянии «окапывания» генерального директора, наличия крупнейших акционеров и инсайдеров-акционеров, публичности организаций и экзогенных шоков. Гипотезы о влиянии на результаты деятельности организации корпоративного типа численности членов совета директоров и присутствии государства в числе собственников не подтвердились. Данные результаты можно трактовать как факторы, снижающие качество внутреннего корпоративного контроля в организациях корпоративного типа в России.

**4. Предложен и апробирован регламент внутреннего корпоративного контроля на основе авторского методического подхода к оценке результативности деятельности генерального директора на примере российских листинговых организаций, особенность которого заключается в комплексном применении системы сбалансированных показателей и теории динамических способностей, а также учете интересов внутренних и внешних стейкхолдеров организации корпоративного типа.**

Для количественного измерения оценки результативности деятельности генерального директора наиболее успешной признана система сбалансированных показателей, что позволит связать стратегию развития организации с операционной деятельностью. Эффективная интеграция схемы вознаграждения руководителей в систему сбалансированных показателей даст возможность организации создать систему, позволяющую увязать результативность с вознаграждением. Для достижения этой цели необходимо разработать показатели эффективности, связанные с целями и задачами, и связать их с целевыми показателями результативности, которые поддерживают решения, касающиеся вознаграждения руководителей.

Разработка ключевых показателей результативности деятельности генерального директора предполагает, что ожидаемые результаты будут достижимы для генерального директора и будут поддерживаться советом директоров. Это непрерывный процесс, направленный на успех организации в достижении набора зара-

нее определенных целей и задач и измеряющий способность генерального директора успешно продвигать организацию к этим целям. Установление показателей результативности и критериев оценки должно быть совместным усилием генерального директора и членов совета директоров.

Чтобы разработать эффективный механизм для оценки результативности деятельности генерального директора, предлагается процесс оценки на основе системы сбалансированных показателей с учетом интересов стейкхолдеров.

Для создания системы показателей результативности деятельности для руководителей необходимо определить заинтересованные стороны в соответствии с их отношениями к организации, затем конкретизировать их ожидания от корпорации и генерального директора. При этом важно понимать, что эти ожидания могут вступать в конфликт друг с другом. Кроме того, не все ожидания заинтересованных сторон будут удовлетворены в равной степени, но цель состоит в том, чтобы поддерживать как можно более высокий уровень их удовлетворенности.

Следующим шагом в построении регламента внутреннего контроля в части оценки результативности деятельности является увязка вознаграждения топ-менеджмента с результативностью управления. Данный механизм подразумевает, что достижение высоких результатов управления позволяет получать большее вознаграждение, что должно заинтересовывать руководителей в увеличении результативности управления.

Для устранения этих проблем при оценке результативности деятельности генерального директора предлагается сопоставление выделенных внутрифирменных показателей результативности со среднеотраслевыми значениями. Данный факт позволит нивелировать страновые и отраслевые особенности развития.

Предложенный методический подход к оценке результативности деятельности генерального директора на основе формирования показателей оценки в рамках сбалансированной системы показателей и стейкхолдерского подхода апробирован на примере МКПАО «РУСАЛ». Предложенные показатели сопоставлены со среднеотраслевыми значениями для учета динамических способностей организации.

## Список литературы

1. Анкудинов, А. Б. Корпоративная социальная ответственность как фактор долгосрочного роста / А. Б. Анкудинов, Д. М. Борисов // Известия Уральского государственного экономического университета. – 2013. – № 1 (45). – С. 109–114.
2. Анкудинов, А. Б. Эмпирический анализ взаимосвязи расходов на реализацию политики социальной ответственности и финансовой эффективности российских компаний / А. Б. Анкудинов, И. Р. Бадыкова. – DOI 10.29141/2218-5003-2020-11-2-2 // Управленец. – 2020. – Т. 11, № 2. – С. 16–26.
3. Бадыкова, И. Р. Финансовая результативность стейкхолдерской политики в условиях экономической нестабильности: эмпирический анализ по панельным данным / И. Р. Бадыкова // Экономический анализ: теория и практика. – 2020. – Т. 19, № 4. – С. 764–779.
4. Батаева, Б. С. Роль фондовых рынков в совершенствовании корпоративного управления и корпоративной социальной ответственности / Б. С. Батаева // Известия Уральского государственного экономического университета. – 2013. – № 1 (45). – С. 28–33.
5. Бауэр, Дж. Главная ошибка корпоративного управления / Дж. Бауэр, Л. Пэйн // Harvard Business Review Россия. – URL: <https://hbr-russia.ru/management/korporativnyu-opyt/a22431> (дата обращения: 20.03.2020).
6. Беликов, И. Корпоративное управление, его стандарты и их внедрение / И. Беликов, В. Вербицкий // Общество и экономика. – 2005. – № 10–11. – С. 113–139.
7. Беликов, И. Совет директоров компании: новый подход / И. Беликов. – Москва : Де'Либри, 2019. – 504 с. – ISBN 978-5-4491-0259-1.
8. Беляева, Ж. С. Трансформационные процессы корпоративного развития в России: социальная ответственность бизнеса / Ж. С. Беляева // Экономика региона. – 2011. – № 1. – С. 137–142.

9. Березинец, И. В. Интеллектуальный капитал совета директоров: динамический подход к определению и структуре / И. В. Березинец, Т. А. Гаранина, Ю. Б. Ильина // Российский журнал менеджмента. – 2017. – Т. 15, № 3. – С. 357–382.

10. Березинец, И. В. Социальный капитал женщин-членов советов директоров и финансовая результативность компании: эмпирическое исследование / И. В. Березинец, Т. А. Гаранина, Ю. Б. Ильина // Российский журнал менеджмента. – 2018. – Т. 16, № 3. – С. 337–370.

11. Бикбов, Р. Р. Конкуренция и смена менеджеров в России : препринт / Р. Р. Бикбов. – Москва : Рос. экон. шк., 2001. – 33 с. – ISBN 5-8211-0203-0.

12. Бойко, К. А. Финансовый цикл и рентабельность активов российских компаний пищевой промышленности: эмпирический анализ взаимосвязи / К. А. Бойко, Е. М. Рогова // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 8. Менеджмент. – 2016. – № 1. – С. 31–65.

13. Бухвалов, А. В. Почему компании становятся публичными? Теория и практика IPO / А. В. Бухвалов // Российский журнал менеджмента. – 2009. – Т. 7, № 1. – С. 69–78.

14. Вербицкий, В. Из идеального к реальному: что действительно нужно компаниям для своей практики из corporate governance best practices / В. Вербицкий. – Москва : Альпина Паблишер, 2015. – 216 с. – ISBN 978-5-9614-5213-6.

15. Вербицкий, В. К. Корпоративное управление в средних российских непубличных компаниях: иное корпоративное управление / В. К. Вербицкий // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – 2016. – № 12. – С. 56–64.

16. Воронцов, П. Г. Тенденции развития корпоративного управления в компаниях с государственным участием в Российской Федерации / П. Г. Воронцов // Вестник Российского экономического университета им. Г. В. Плеханова. – 2019. – № 1 (103). – С. 195–204.

17. Геращенко, Е. Госдевелоперы разлюбили Лондон / Е. Геращенко // Коммерсант. – 2014. – № 211. – С. 12.

18. ГОСТ Р ИСО 9000-2015. Системы менеджмента качества. Основные положения и словарь. – URL: <http://docs.cntd.ru/document/1200124393> (дата обращения: 19.01.2020).

19. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая): федер. закон от 30 ноября 1994 г. № 51-ФЗ (ред. от 3 августа 2018 г.). – URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_76277/ffd47d697bd3894287fb6c35d97805d369279161/#dst100077](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_76277/ffd47d697bd3894287fb6c35d97805d369279161/#dst100077) (дата обращения: 12.12.2018).

20. Дементьева, А. Влияние глобализации на конвергенцию моделей корпоративного управления / А. Дементьева, Е. Калюжнова, М. Соколова // Международные процессы. – 2018. – Т. 16, № 4. – С. 117–136.

21. Дементьева, А. Г. Современная концепция корпоративного управления / А. Г. Дементьева // Вестник Московский государственный институт международных отношений (университета). – 2008. – № 2. – С. 82–89.

22. Дерябина, М. А. Реструктуризация российской экономики через передел собственности и контроля / М. А. Дерябина // Вопросы экономики. – 2001. – № 10. – С. 55–69.

23. Директора и топ-менеджеры: союзники или соперники? Опрос членов советов директоров российских компаний – 2017. – URL: <https://www.pwc.ru/ru/corporate-governance/assets/russian-boards-survey-2017-rus.pdf>. (дата обращения: 10.09.2018).

24. Доклад о состоянии конкуренции в Российской Федерации за 2018 г. (версия 27 сентября 2019 г.). – URL: <https://fas.gov.ru/documents/685806> (дата обращения: 20.10.2019).

25. Доклад о социальных инвестициях в России – 2014: к созданию ценности для бизнеса и общества / под общ. ред. Ю. Е. Благова, И. С. Соболева. – Санкт-Петербург : Авторская творческая мастерская (АТМ Книга), 2014. – 144 с.

26. Долгопятова, Т. Г. Корпоративное управление в России: акционерная собственность и корпоративный контроль в компаниях / Т. Г. Долгопятова // Российская экономика на новых путях : сб. ст. / под ред. Э. И. Гойзмана, Р. Н. Евстигнеева. – Москва : Ин-т бизнеса и экономики, 2004. – С. 12–24.

27. Долгопятова, Т. Г. Развитие российской модели корпоративного управления в 2000-е годы: эмпирический анализ изменений на микроуровне / Т. Г. Долгопятова. – Москва : ГУ ВШЭ, 2010. – 46 с.

28. Долгопятова, Т. Г. Российские предприятия в переходной экономике: экономические проблемы и поведение / Т. Г. Долгопятова. – Москва : Дело, 1995. – 281 с. – ISBN 5-86461-204-9.

29. Долгопятова, Т. Г. Эмпирический анализ корпоративного контроля в российских компаниях: когда крупные акционеры отходят от исполнительного управления? / Т. Г. Долгопятова // Российский журнал менеджмента. – 2007. – Т. 5, № 3. – С. 27–52.

30. Дорожная карта «Совершенствование корпоративного управления» плана мероприятий в рамках Национальной предпринимательской инициативы по улучшению инвестиционного климата и их исполнение. – URL: <http://government.ru/roadmaps/481/events> (дата обращения: 12.03.2019).

31. Исаев, Д. Сущность корпоративного управления: современный взгляд / Д. Исаев // Проблемы теории и практики управления. – 2007. – № 7. – С. 64–69.

32. Кабалина, В. И. Корпоративные ценности в управлении российскими компаниями / В. И. Кабалина, Л. М. Чеглакова // Российский журнал менеджмента. – 2013. – Т. 11, № 3. – С. 3–28.

33. Капелюшников, Р. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий / Р. Капелюшников, Н. Демина // Вопросы экономики. – 2005. – № 2. – С. 53–68.

34. Капелюшников, Р. И. Мобильность и идентичность руководителей российских промышленных предприятий / Р. И. Капелюшников. – Москва : Высшая школа экономики, 2015. – 45 с.

35. Капелюшников, Р. И. Обновление высшего менеджмента российских промышленных предприятий: свидетельства «Российского экономического барометра» / Р. И. Капелюшников, Н. В. Демина // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Т. 3, № 3. – С. 27–42.

36. Кириллова, О. Ю. Формирование института корпоративного контроля в экономической практике Российской Федерации / О. Ю. Кириллова // Новые тенденции в развитии корпоративного управления и бизнеса : материалы Междунар. науч.-практ. конф. (Екатеринбург, 9 ноября 2017 г.). – Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2017. – С. 49–52.

37. Клейнер, Г. Управление корпоративными предприятиями в переходной экономике / Г. Клейнер // Вопросы экономики. – 1999. – № 8. – С. 64–79.

38. Клепач, А. Корпоративное управление в России в 1995–1996 гг. / А. Клепач, П. Кузнецов, П. Крючкова // Вопросы экономики. – 1996. – № 12. – С. 73–87.

39. Ковалев, В. В. Управление агентскими издержками в корпорации: введение в проблему / В. В. Ковалев, А. В. Либман // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. – 2001. – № 4. – С. 47–60.

40. Кодекс корпоративного управления. – URL: <http://www.cbr.ru/publ/Vestnik/ves140418040.pdf> (дата обращения: 25.08.2018).

41. Козлова, Е. В. Формы проявления оппортунистического поведения менеджеров в крупных российских корпорациях / Е. В. Козлова // Вестник Челябинского государственного университета. – 2011. – № 32. – С. 78–81.

42. Корпоративное управление: история и практика. – URL: [http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/old\\_ffms/catalog.asp@ob\\_no=3730.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/old_ffms/catalog.asp@ob_no=3730.html) (дата обращения: 20.08.2018).

43. Кудияров, С. Вверх и внутрь. Будущее российской алюминиевой промышленности связано с работой на внутренний рынок и развитием передельных изделий и сплавов из алюминия / С. Кудияров. – URL: <https://expert.ru/expert/2020/23/vverh-i-vnutr> (дата обращения 01.02.2021).

44. Кузнецов, М. Е. Национальный индекс корпоративного управления – 2018 / М. Е. Кузнецов, М. И. Никишова, В. В. Соловьева // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – 2019. – № 3. – С. 68–71.

45. Кузнецов, П. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России / П. Кузнецов, А. Муравьев // Экономический журнал Высшей школы экономики. – 2000. – Т. 4, № 4. – С. 475–504.

46. Лафта, Д. К. Эффективность менеджмента организации / Д. К. Лафта. – Москва : Русская деловая литература, 1999. – 320 с.

47. Лебедеико, Е. А. Выбор целевых ориентиров деятельности предприятия с учетом интересов отдельных стейкхолдеров / Е. А. Лебедеико // Управление в условиях глобальных мировых трансформаций: экономика, политика, право : сб. науч. тр. (Севастополь, 25–28 апреля 2019 г.). – Севастополь : Рибест, 2019. – С. 219–223.

48. Леванова, Л. Н. Особенности отношений «принципал-агент» или «инсайдерский капитализм» в корпоративном управлении российских предприятий / Л. Н. Леванова // Известия Саратовского университета. Новая серия. Серия: Экономика. Управление. Право. – 2010. – Т. 10, № 1. – С. 52–58.

49. Леванова, Л. Н. Реализация агентской теории совета директоров в российских корпорациях / Л. Н. Леванова // Гуманитарный научный журнал. – 2020. – № 1. – С. 84–90.

50. Леванова, Л. Н. Современные проблемы советов директоров российских компаний и направления их решения / Л. Н. Леванова, А. В. Вавилина // Известия Саратовского университета. Новая серия. Серия: Экономика. Управление. Право. – 2020. – Т. 20, № 1. – С. 44–50.

51. Либман, А. В. Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорации / А. В. Либман // Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент. – 2005. – № 1. – С. 123–140.

52. Маричева, Н. Н. Влияние враждебных поглощений на стоимость акций приобретающих компаний: российская и европейская практика / Н. Н. Маричева, Е. М. Рогова // Корпоративные финансы. – 2016. – Т. 10, № 4. – С. 68–82.

53. Менар, К. Экономика организаций : пер. с фр. / К. Менар. – Москва : ИНФРА-М, 1996. – 159 с. – ISBN 5-86225-318-1.

54. Московская биржа. – URL: <https://www.moex.com> (дата обращения: 02.02.2018).

55. Об акционерных обществах : федер закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ (ред. от 4 ноября 2019 г.). – URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_8743](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743) (дата обращения: 01.12.2019).

56. Орехова, С. В. Институциональные факторы выбора ресурсной стратегии предприятия / С. В. Орехова. – DOI 10.17835/2076-6297.2016.8.4.106-122 // Journal of Institutional Studies. – 2016. – Т. 8, № 4. – С. 106–122.

57. Орехова, С. В. О необходимости формирования динамических способностей фирмы / С. В. Орехова // Управленец. – 2012. – № 1–2. – С. 54–59.

58. Пентюк, А. Р. Эмпирическая оценка факторов смены руководителей российских торгуемых компаний / А. Р. Пентюк, С. А. Солнцев. – Москва : Высшая школа экономики, 2015. – 43 с.

59. Попов, Е. Эндогенный оппортунизм в теории «принципала-агента» / Е. Попов, В. Симонова // Вопросы экономики. – 2005. – № 3. – С. 118–130.

60. Радыгин, А. Постприватизационная структура акционерного капитала и корпоративный контроль: контрреволюция управляющих? / А. Радыгин, В. Гутник, Г. Мальгинов // Вопросы экономики. – 1995. – № 10. – С. 47–69.

61. Радыгин, А. Д. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления / А. Д. Радыгин, Р. М. Энтов, И. В. Межеряупс. – Москва : Ин-т экономики переходного периода, 2003. – 167 с. – ISBN 5-93255-116-X.

62. Розанова, Н. М. Корпоративное управление : учебник / Н. М. Розанова. – Москва : Юрайт, 2017. – 203 с.

63. Рощин, С. Ю. Рынок труда топ-менеджеров в России: между внешним наймом и внутренним продвижением / С. Ю. Рощин, С. А. Солнцев // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Т. 3, № 4. – С. 11–28.

64. Ружанская, Л. С. Государство и изменение стратегических аспектов корпоративного управления в российских компаниях / Л. С. Ружанская // Мир экономики и управления. – 2010. – Т. 10, № 1. – С. 3–16.

65. Ружанская, Л. С. Развитие внутренних механизмов корпоративного управления в российских компаниях / Л. С. Ружанская. – Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2008. – 205 с. – ISBN 978-5-7996-0385-4.

66. Ружанская, Л. С. Роль интеграции в корпоративном управлении российскими компаниями / Л. С. Ружанская // Вестник ИНЖЭКОНа. Серия: Экономика. – 2010. – № 1. – С. 108–116.

67. Сафронов, Н. А. Несовершенство системы корпоративного управления – основная причина несостоятельности российских предприятий / Н. А. Сафронов, Л. В. Волков // Финансы и кредит. – 2001. – № 1 (73). – С. 35–42.

68. Создавая зеленое будущее : отчет об устойчивом развитии 2019 г. – URL: <https://rusal.ru/upload/iblock/d3c/d3c309fbe8fa639ba074024f22abc9e4.pdf> (дата обращения 01.02.2021).

69. Солнцев, С. А. Изменения на российском рынке труда топ-менеджеров в период кризиса: свидетельства эмпирического исследования / С. А. Солнцев // Российский журнал менеджмента. – 2013. – Т. 11, № 1. С. 3–18.

70. Среднемесячная номинальная начисленная заработная плата по полному кругу организаций металлургического производства / Федеральная служба государственной статистики. – URL: [https://rosstat.gov.ru/labor\\_market\\_employment\\_salaries](https://rosstat.gov.ru/labor_market_employment_salaries) (дата обращения: 01.02.2021).

71. Тичи, Н. Лидеры реорганизации (из опыта американских корпораций) : сокр. пер. с англ. / Н. Тичи, М. А. Деванна. – Москва : Экономика, 1990. – 208 с. – ISBN 5-282-00539-5.

72. Ткаченко, И. Н. Анализ концепций оценивания вклада стейкхолдеров, или к вопросу о стейкхолдерской стоимости / И. Н. Ткаченко // Новые тенденции в развитии корпоративного управления и бизнеса : материалы Междунар. науч.-практ. конф. (Екатеринбург, 9 ноября 2017 г.). – Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2017. – С. 93–99.

73. Ткаченко, И. Н. Институционально-эволюционный подход в исследовании корпоративных отношений / И. Н. Ткаченко // Известия Уральского государственного экономического университета. – 2002. – № 5. – С. 3–11.

74. Ткаченко, И. Н. Об учете интересов стейкхолдеров в современной парадигме корпоративного управления / И. Н. Ткаченко // Управленческие науки в современном мире. – 2018. – Т. 1, № 1. – С. 205–209.

75. Ткаченко, И. Н. Оценка вклада стейкхолдеров в стоимость компании: пример российского банковского сектора / И. Н. Ткаченко, А. А. Злыгостев. – DOI 10.29141/2218-5003-2018-9-4-5 // Управленец. – 2018. – Т. 9, № 4. – С. 40–52.

76. Трансформация моделей корпоративного управления в новых экономических реалиях : материалы Междунар. науч.-практ. конф. (Екатеринбург, 20 ноября 2020 г.). – Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2020. – 202 с.

77. Финогеева, А. И. Совершенствование управления взаимоотношениями с ключевыми стейкхолдерами корпорации / А. И. Финогеева, Б. С. Батаева // Российский экономический интернет-журнал. – 2017. – № 3. – URL: [http://www.e-rej.ru/Articles/2017/Finogeeva\\_Bataeva.pdf](http://www.e-rej.ru/Articles/2017/Finogeeva_Bataeva.pdf) (дата обращения: 20.03.2020).

78. Шаститко, А. Е. Новая институциональная экономическая теория / А. Е. Шаститко. – 3-е изд., перераб. и доп. – Москва : Теис, 2002. – 591 с. – ISBN 5-7218-0430-0.

79. Юнайтед Компани РУСАЛ Плс (RUAL). – URL: <https://ru.investing.com/equities/united-company-rusal-plc%60-ratios> (дата обращения: 01.02.2021).

80. Яковлев, А. А. Глобальный финансовый кризис и корпоративное управление / А. А. Яковлев, Ю. А. Данилов, Ю. В. Симачев // Российский журнал менеджмента. – 2010. – Т. 8, № 2. – С. 21–34.

81. AA1000 Stakeholder Engagement Standard (AA1000SES). – AccountAbility, 2015. – URL: <https://www.accountability.org/standards/aa1000-stakeholder-engagement-standard> (дата обращения: 16.03.2020).

82. Abe, N. Organisational culture and corporate governance in Russia: A study of managerial turnover / N. Abe, I. Iwasaki // Post-Communist economies. – 2010. – Vol. 22, no. 4. – P. 449–470.

83. Adams, R. B. Women in the boardroom and their impact on governance and performance / R. B. Adams, D. Ferreira // Journal of financial economics. – 2009. – Vol. 94, no. 2. – P. 291–309.

84. Akerlof, G. A. The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism / G. A. Akerlof // The quarterly journal of economics. – 1970. – Vol. 84. – P. 488–500.

85. Awadallah, E. A. A critique of the balanced scorecard as a performance measurement tool / E. A. Awadallah, A. Allam // *International journal of business and social science*. – 2015. – Vol. 6, no. 7. – P. 91–99.
86. Barney, J. B. The debate between traditional management theory and organizational economics: substantive differences or intergroup conflict? / J. B. Barney // *Academy of Management review*. – 1990. – Vol. 15, no. 3. – P. 382–393.
87. Basuony, M. A. K. The Balanced Scorecard in large firms and SMEs: A critique of the nature, value and application / M. A. K. Basuony // *Accounting and finance research*. – 2014. – Vol. 3, no. 2. – P. 14–22.
88. Belikov, I. Effective boards of directors: a new approach / I. Belikov // *Journal of corporate finance research*. – 2019. – Vol. 13, no. 1. – P. 120–130.
89. Benmelech, E. Military CEOs / E. Benmelech, C. Frydman // *Journal of financial economics*. – 2015. – Vol. 117, no. 1. – P. 43–59.
90. Berle, A. A. The modern corporation and private property / A. A. Berle, G. C. Means. – New Brunswick, NJ : Transaction, 1932. – 428 p.
91. Bertrand, M. Managing with style: The effect of managers on firm policies / M. Bertrand, A. Schoar // *The quarterly journal of economics*. – 2003. – Vol. 118, no. 4. – P. 1169–1208.
92. Between Strategy and Tactics. – URL: <https://www.pwc.ru/corporate-governance/assets/russian-boards-survey/russian-boards-survey-2016-eng.pdf> (дата обращения: 07.09.2018).
93. Bonnier, K. A. An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms / K. A. Bonnier, R. F. Bruner // *Journal of accounting and economics*. – 1989. – Vol. 11, no. 1. – P. 95–106.
94. Buckley, P. J. Edith Penrose's theory of the growth of the firm and the strategic management of multinational enterprises / P. J. Buckley, M. Casson // *The multinational enterprise revisited*. – London : Palgrave Macmillan, 2010. – P. 277–300.
95. Burns, J. M. Leadership / J. M. Burns. – New York : Harper & Row, 1978. – 530 p. – ISBN 0-06-010588-7.

96. Byrka-Kita, K. Stock market reaction to CEO appointment-preliminary results / K. Byrka-Kita, M. Czerwiński, A. Preś-Perepeczo // Journal of management and business administration. – 2017. – Vol. 25, no. 2. – P. 23–42.

97. Campbell, R. D. Corporate governance and performance in the market for corporate control: the case of REITs / R. D. Campbell, C. Ghosh, M. Petrova, C. F. Sirmans. – DOI 10.1007/s11146-009-9202-2 // The journal of real estate finance and economics. – 2011. – Vol. 42, no. 4. – P. 451–480.

98. Chavan, M. The balanced scorecard: a new challenge / M. Chavan. – DOI 10.1108/02621710910955930 // Journal of management development. – 2009. – Vol. 28, no. 5. – P. 393–406.

99. Chen, X. Family ownership and CEO turnovers / X. Chen, Q. Cheng, Z. Dai // Contemporary accounting research. – 2013. – Vol. 30, no. 3. – P. 1166–1190.

100. Claessens, S. Corporate governance in emerging markets: a survey / S. Claessens, B. Yurtoglu // Emerging markets review. – 2013. – No. 15. – P. 1–33.

101. Coase, R. H. The nature of the firm / R. H. Coase // Essential readings in economics. – London : Palgrave, 1995. – P. 37–54.

102. Coates, J. CEO tenure, performance and turnover in S&P 500 companies / J. Coates, R. Kraakman. – Cambridge, MA : Harvard Law School, 2007. – 45 p. – (John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Discussion Paper ; No. 595).

103. Coles, J. L. Co-opted boards / J. L. Coles, N. D. Daniel, L. Naveen // The review of financial studies. – 2014. – Vol. 27, no. 6. – P. 1751–1796.

104. Cornelli, F. CEO turnover in LBOs: The role of boards / F. Cornelli, O. Karakaş. – [S. l.], 2015. – URL: [http://www.fcornelli.uk/images/reports/Full\\_Manuscript\\_-\\_CEO\\_Turnover\\_in\\_LBOs.pdf](http://www.fcornelli.uk/images/reports/Full_Manuscript_-_CEO_Turnover_in_LBOs.pdf) (дата обращения: 11.03.2020).

105. Coughlan, A. T. Executive compensation, management turnover, and firm performance: an empirical investigation / A. T. Coughlan, R. M. Schmidt // Journal of accounting and economics. – 1985. – Vol. 7, no. 1-3. – P. 43–66.

106. Crespí-Cladera, R. Executive directors' pay, networks and operating performance: The influence of ownership structure / R. Crespí-Cladera, B. Pascual-Fuster // Journal of accounting and public policy. – 2015. – Vol. 34, no. 2. – P. 175–203.

107. Crystal, G. S. Why CEO compensation is so high / G. S. Crystal // *California management review*. – 1991. – Vol. 34, no. 1. – P. 9–29.
108. Cziraki, P. The market for CEOs / P. Cziraki, D. Jenter. – [S. 1.], 2020. – URL: [https://personal.lse.ac.uk/jenter/TheMarketForCEOs\\_2020-07-06.pdf](https://personal.lse.ac.uk/jenter/TheMarketForCEOs_2020-07-06.pdf) (дата обращения: 11.01.2021).
109. Denis, D. J. Ownership structure and top executive turnover / D. J. Denis, D. K. Denis, A. Sarin // *Journal of financial economics*. – 1997. – Vol. 45, no. 2. – P. 193–221.
110. Denis, D. J. Performance changes following top management dismissals / D. J. Denis, D. K. Denis // *Journal of finance*. – 1995. – Vol. 50, no. 4. – P. 1029–1057.
111. Dikolli, S. S. CEO tenure and the performance-turnover relation / S. S. Dikolli, W. J. Mayew, D. Nanda // *Review of accounting studies*. – 2014. – Vol. 19, no. 1. – P. 281–327.
112. Ding, W. Corporate immunity to the COVID-19 pandemic / W. Ding, R. Levine, C. Lin, W. Xie. – Washington, DC : National Bureau of Economic Research, 2020. – 52 p. – (NBER Working Paper ; no. w27055).
113. Donaldson, L. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns / L. Donaldson, J. H. Davis // *Australian journal of management*. – 1991. – Vol. 16, no. 1. – P. 49–64.
114. Donaldson, L. The ethereal hand: Organizational economics and management theory / L. Donaldson // *Academy of management review*. – 1990. – Vol. 15, no. 3. – P. 369–381.
115. Eisfeldt, A. L. CEO turnover in a competitive assignment framework / A. L. Eisfeldt, C. M. Kuhnen // *Journal of financial economics*. – 2013. – Vol. 109, no. 2. – P. 351–372.
116. Ellis, J. Do directors learn from forced CEO turnover experience / J. Ellis, L. Guo, S. Mobbs. – DOI 10.1017/S0022109020000307 // *Journal of financial and quantitative analysis*. – 2020. – May. – P. 1–29.
117. Etzioni, A. Comparative analysis of complex organizations / A. Etzioni. – Rev. ed. – New York : Free Press, 1975. – 612 p. – ISBN 978-0-029-09620-8.

118. Fama, E. F. Separation of ownership and control / E. F. Fama, M. C. Jensen // The journal of law and economics. – 1983. – Vol. 26, no. 2. – P. 301–325.
119. Fama, E. F. Agency problems and residual claims / E. F. Fama, M. C. Jensen // The journal of law and economics. – 1983. – Vol. 26, no. 2. – P. 327–349.
120. Ferrell, O. C. Business ethics and customer stakeholders / O. C. Ferrell // Academy of management perspectives. – 2004. – Vol. 18, – no. 2. – P. 126–129.
121. Fich, E. M. Are busy boards effective monitors? / E. M. Fich, A. Shivdasani // The journal of finance. – 2006. – Vol. 61, no. 2. – P. 689–724.
122. Fidrmucova, J. Firm Performance, CEO Turnover and Managerial Labor Market in the Czech Republic / J. Fidrmucova, J. Fidrmuc. – Tilburg : Tilburg University, 2001. – 32 p. – (Center for European Integration Studies working paper ; no. 466).
123. Fiordelisi, F. Corporate culture and CEO turnover / F. Fiordelisi, O. Ricci // Journal of Corporate Finance. – 2014. – Vol. 28. – P. 66–82.
124. Freeman, R. E. Stakeholder management: framework and philosophy / R. E. Freeman // Freeman R. E. Strategic management: a stakeholder approach. – Boston : Pitman, 1984. – P. 52–82.
125. Freeman, R. E. Strategic management: a stakeholder approach / R. E. Freeman. – Boston : Pitman, 1984. – 298 p. – ISBN 0-273-01913-9.
126. Gao, H. CEO turnover-performance sensitivity in private firms / H. Gao, J. Harford, K. Li // Journal of financial and quantitative analysis. – 2017. – Vol. 52, no. 2. – P. 583–611.
127. Giannopoulos, G. The use of the balanced scorecard in small companies / G. Giannopoulos, A. Holt, E. Khansalar, S. Cleanthous // International journal of business and management. – 2013. – Vol. 8, no. 14. – P. 1–22.
128. Gibson, M. S. Is corporate governance ineffective in emerging markets? / M. S. Gibson // Journal of financial and quantitative analysis. – 2003. – Vol. 38, no. 1. – P. 231–250.
129. Global findings. 2016 CEO Success Study / PwC. – 2017. – URL: <https://www.pwc.es/es/publicaciones/strategy-and/assets/global-findings-2016-ceo-success-study.pdf> (дата обращения: 12.03.2020).

130. Gnyawali, D. R. The impact of the CEO pay gap on firm competitive behavior / D. R. Gnyawali, E. H. Offstein, R. S. Lau // *Group & organization management*. – 2008. – Vol. 33, no. 4. – P. 453–484.
131. Goleman, D. *Emotional Intelligence* / D. Goleman. – New York : Bantam Books, 1995. – 352 p.
132. Goltsman, M. Empirical analysis of managerial turnover in Russian firms / M. Goltsman. – Москва : Рос. экон. шк., 2000. – 30 с. – (Best student papers : Working paper no. BSP/2000/035). – ISBN 5-8211-0112-3.
133. Goyal, V. K. Board leadership structure and CEO turnover / V. K. Goyal, C. W. Park // *Journal of corporate finance*. – 2002. – Vol. 8, no. 1. – P. 49–66.
134. Guo, L. Board structure and monitoring: New evidence from CEO turnovers / L. Guo, R. W. Masulis // *The review of financial studies*. – 2015. – Vol. 28, no. 10. – P. 2770–2811.
135. Hambrick, D. C. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers / D. C. Hambrick, P. A. Mason // *Academy of management review*. – 1984. – Vol. 9, no. 2. – P. 193–206.
136. Harris, M. Some results on incentive contracts with applications to education and employment, health insurance, and law enforcement / M. Harris, A. Raviv // *The American economic review*. – 1978. – Vol. 68, no. 1. – P. 20–30.
137. Hermalin, B. E. Assessing managerial ability: Implications for corporate governance / B. E. Hermalin, M. S. Weisbach // *The handbook of the economics of corporate governance*. – 2017. – Vol. 1. – P. 93–176.
138. Hermalin, B. E. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO / B. E. Hermalin, M. S. Weisbach // *American economic review*. – 1998. – Vol. 88, no. 1. – P. 96–118.
139. Herzberg, F. M. *The motivation to work* / F. M. Herzberg, B. B. Mausner, B. Snyderman. – New York : Wiley, 1959. – 157 p.
140. Hill, C. W. L. Stakeholder-agency theory / C. W. L. Hill, T. M. Jones // *Journal of management studies*. – 1992. – Vol. 29, no. 2. – P. 131–154.

141. Hölmstrom, B. Moral hazard and observability / B. Hölmstrom. – DOI 10.2307/3003320 // *The Bell journal of economics*. – 1979. – Vol. 10, iss. 1. – P. 74–91.
142. Huson, M. R. Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: a long-term perspective / M. R. Huson, R. Parrino, L. T. Starks // *Journal of finance*. – 2001. – Vol. 56, no. 6. – P. 2265–2297.
143. Huson, M. R. Managerial succession and firm performance / M. R. Huson, P. H. Malatesta, R. Parrino // *Journal of financial economics*. – 2004. – Vol. 74, no. 2. – P. 237–275.
144. Iwasaki, I. Global financial crisis, corporate governance, and firm survival: the Russian experience / I. Iwasaki // *Journal of comparative economics*. – 2014. – Vol. 42, no. 1. – P. 178–211.
145. Jensen, M. C. CEO incentives: It's not how much you pay, but how / M. C. Jensen, K. J. Murphy // *Harvard business review*. – 1990. – Vol. 68, iss. 3. – P. 138–153.
146. Jensen, M. C. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure / M. C. Jensen, W. H. Meckling // *Journal of financial economics*. – 1976. – Vol. 3, no. 4. – P. 305–360.
147. Jensen, M. C. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function / M. C. Jensen // *Journal of applied corporate finance*. – 2001. – Vol. 14, no. 3. – P. 8–21.
148. Jenter, D. CEO turnover and relative performance evaluation / D. Jenter, F. Kanaan // *Journal of finance*. – 2015. – Vol. 70, no. 5. – P. 2155–2184.
149. Jenter, D. Performance-induced CEO turnover / D. Jenter, K. A. Lewellen. – London : Centre for Economic Policy Research, 2017. – 57 p. – (CEPR Discussion Paper ; no. DP12274).
150. Kaplan, R. S. Conceptual foundations of the balanced scorecard / R. S. Kaplan // *Handbooks of management accounting research*. – 2009. – Vol. 3. – P. 1253–1269.
151. Kaplan, R. S. The Balanced Scorecard – Measures That Drive Performance / R. S. Kaplan, D. P. Norton // *Harvard business review*. – 1992. – Vol. 70, no. 1. – P. 71–79.

152. Kaplan, R. S. Using the balanced scorecard as a strategic management system / R. S. Kaplan, D. P. Norton // *Harvard business review*. – 1996. – Vol. 74, no. 1. – P. 75–85.
153. Kaplan, S. N. How has CEO turnover changed? / S. N. Kaplan, B. A. Minton // *International review of finance*. – 2012. – Vol. 12, no. 1. – P. 57–87.
154. Kaplan, S. N. Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the United States / S. N. Kaplan // *Journal of political economy*. – 1994. – Vol. 102, no. 3. – P. 510–546.
155. Kaplan, S. N. Top executives, turnover, and firm performance in Germany / S. N. Kaplan // *Journal of law, economics, and organization*. – 1994. – Vol. 10, no. 1. – P. 142–142.
156. Kaplan, S. N. Which CEO characteristics and abilities matter? / S. N. Kaplan, M. M. Klebanov, M. Sorensen // *Journal of finance*. – 2012. – Vol. 67, no. 3. – P. 973–1007.
157. Kato, T. CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data / T. Kato, C. Long // *Journal of comparative economics*. – 2006. – Vol. 34, no. 4. – P. 796–817.
158. Khanna, N. Managers of financially distressed firms: Villains or scapegoats? / N. Khanna, A. B. Poulsen // *Journal of finance*. – 1995. – Vol. 50, no. 3. – P. 919–940.
159. Kole, S. R. Measuring managerial equity ownership: a comparison of sources of ownership data / S. R. Kole // *Journal of corporate finance*. – 1995. – Vol. 1, no. 3–4. – P. 413–435.
160. Lausten, M. CEO turnover, firm performance and corporate governance: empirical evidence on Danish firms / M. Lausten. – DOI 10.1016/S0167-7187(00)00083-7 // *International journal of industrial organization*. – 2002. – Vol. 20, iss. 3. – P. 391–414.
161. Lel, U. International crosslisting, firm performance and top management turnover: A test of the bonding hypothesis / U. Lel, D. Miller // *Journal of finance*. – 2008. – Vol. 63. – P. 1897–1937.

162. Lindrianasari, L. The relationship between accounting performance and CEO turnover: evidence from Indonesia / L. Lindrianasari, J. Hartono // *Accounting & taxation*. – 2012. – Vol. 3, iss. 2. – P. 97–107.

163. Lipman-Blumen, J. Connective leadership: a new paradigm / J. Lipman-Blumen // *Drucker magazine*. – 1997. – Vol. 1, no. 1. – P. 12–19.

164. Madsen, D. Ø. Perceived benefits of balanced scorecard implementation: some preliminary evidence / D. Ø. Madsen, T. Stenheim // *Problems and perspectives in management*. – 2014. – Vol. 12, no. 3. – P. 81–90.

165. March, J. G. *Organizations* / J. G. March, H. A. Simon. – New York : Wiley, 1958. – 290 p.

166. Masulis, R. W. Independent director incentives: Where do talented directors spend their limited time and energy? / R. W. Masulis, S. Mobbs // *Journal of financial economics*. – 2014. – Vol. 111, no. 2. – P. 406–429.

167. McClelland, D. C. *The achieving society* / D. C. McClelland. – Princeton : D. Van Nostrand Co., 1961. – 512 p.

168. McConnell, J. J. Additional evidence on equity ownership and corporate value / J. J. McConnell, H. Servaes // *Journal of financial economics*. – 1990. – Vol. 27, no. 2. – P. 595–612.

169. McGregor, D. *The human side of enterprise* / D. McGregor. – New York : McGraw-Hill, 1960. – 266 p.

170. Mirrlees, J. A. The optimal structure of incentives and authority within an organization / J. A. Mirrlees // *The Bell journal of economics*. – 1976. – Vol. 7, no. 1. – P. 105–131.

171. Misangyi, V. F. Substitutes or complements? A configurational examination of corporate governance mechanisms / V. F. Misangyi, A. G. Acharya // *Academy of management journal*. – 2014. – Vol. 57, no. 6. – P. 1681–1705.

172. Mobbs, S. CEOs under fire: The effects of competition from inside directors on forced CEO turnover and CEO compensation / S. Mobbs // *Journal of financial and quantitative analysis*. – 2013. – Vol. 48, no 3. – P. 669–698.

173. Morck, R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis / R. Morck, A. Shleifer, R. W. Vishny // *Journal of financial economics*. – 1988. – Vol. 20. – P. 293–315.
174. Muravyev, A. Boards of directors in Russian publicly traded companies in 1998–2014: structure, dynamics and performance effects / A. Muravyev // *Economic systems*. – 2017. – Vol. 41, no 1. – P. 5–25.
175. Muravyev, A. Is corporate governance effective in Ukraine? A crude test using chief executive officer turnover data / A. Muravyev, O. Talavera, O. Bilyk, B. Grechanyuk // *Eastern European economics*. – 2010. – Vol. 48, no 2. – P. 5–24.
176. Muravyev, A. Turnover of senior managers in Russian privatized firms / A. Muravyev. – DOI 10.1057/palgrave.ces.8100008 // *Comparative economic studies*. – 2003. – Vol. 45, no. 2. – P. 148–172.
177. Mussalli G. Corporate governance failures and Interim CEOs / G. Mussalli, S. Cukurova. – [S. 1.], 2019. – URL: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/01/14/corporate-governance-failures-and-interim-ceos> (дата обращения: 11.03.2020).
178. Myers, S. C. Determinants of corporate borrowing / S. C. Myers // *Journal of financial economics*. – 1977. – Vol. 5, no. 2. – P. 147–175.
179. Neely, A. D. The performance prism: the scorecard for measuring and managing business success / A. D. Neely, C. Adams, M. Kennerley. – London : Prentice Hall Financial Times, 2002. – 393 p.
180. OECD Digital Economy Outlook 2017. – Paris : OECD Pub., 2017. – 324 p. – DOI 10.1787/9789264276284-en.
181. OECD Principles of corporate governance. – Paris : OECD Pub., 1999. – 48 p. – DOI 10.1787/9789264173705-en.
182. Pan, Y. Learning about CEO ability and stock return volatility / Y. Pan, T. Y. Wang, M. S. Weisbach // *The review of financial studies*. – 2015. – Vol. 28, no. 6. – P. 1623–1666.
183. Parrino, R. CEO turnover and outside succession a cross-sectional analysis / R. Parrino // *Journal of financial economics*. – 1997. – Vol. 46, no. 2. – P. 165–197.

184. Penrose, E. Limits to the Growth and Size of Firms / E. Penrose // American economic review. – 1955. – Vol. 45, no. 2. – P. 531–543.

185. Penrose, E. T. The theory of the growth of the firm / E. T. Penrose. – Oxford : Oxford University Press, 2009. – 304 p. – ISBN 0-19-162342-3.

186. Porter, M. E. On competition / M. E. Porter. – Updated and expanded ed. – Boston : Harvard Business School Pub., 2008. – 544 p. – ISBN 978-1-422-12696-7.

187. Pratt, J. W. Principals and agents: the structure of business / J. W. Pratt, R. Zeckhauser, K. J. Arrow. – Boston : Harvard Business School Press, 1991. – 241 p. – ISBN 0-875-84256-9.

188. Rachinsky, A. Self enforced mechanisms of corporate governance: evidence from managerial turnover in Russia / A. Rachinsky. – Moscow, 2002. – (Centre for Economic and Financial Research working paper ; no. w0051) – URL: <https://www.nes.ru/files/Preprints-resh/WP51-Managerial-Turnover.pdf> (дата обращения: 12.03.2020).

189. Ross, S. A. The economic theory of agency: the principal's problem / S. A. Ross // The American economic review. – 1973. – Vol. 63, no. 2. – P. 134–139.

190. Ruslana: база данных / Bureau van Dijk. – URL: <https://www.bvdinfo.com/ru-ru/our-products/company-information/national-products/ruslana> (дата обращения: 10.10.2019).

191. Sargut, G. Learning to live with complexity / G. Sargut, R. G. McGrath // Harvard business review. – 2011. – Vol. 89, no. 9. – P. 68–76.

192. Setiawan, D. CEO Turnover and Market Reaction in Indonesia / D. Setiawan, L. K. Phua, H. K. Chee // Indonesian capital market review. – 2013. – Vol. 5, no. 2. – P. 85–94.

193. Shavell, S. Risk sharing and incentives in the principal and agent relationship / S. Shavell // The Bell journal of economics. – 1979. – Vol. 10, iss. 1. – P. 55–73.

194. Shen, W. Revisiting the performance consequences of CEO succession: The impacts of successor type, postsuccession senior executive turnover, and departing CEO tenure / W. Shen, A. A. Cannella // Academy of management journal. – 2002. – Vol. 45, no. 4. – P. 717–733.

195. Shleifer, A. A survey of corporate governance / A. Shleifer, R. W. Vishny // *Journal of finance*. – 1997. – No. 52. – P. 737–783.
196. Short, H. Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK / H. Short, K. Keasey // *Journal of corporate finance*. – 1999. – Vol. 5, no. 1. – P. 79–101.
197. Silverman, D. The theory of organizations / D. Silverman. – London : Heinemann, 1970. – 240 p.
198. Smith, Jr C. W. On financial contracting: An analysis of bond covenants / Jr C. W. Smith, J. B. Warner // *Journal of financial economics*. – 1979. – Vol. 7, no. 2. – P. 117–161.
199. Spence, M. Insurance, information, and individual action / M. Spence, R. Zeckhauser // *American economic review*. – 1971. – Vol. 61, no. 2. – P. 380–387.
200. Taylor, F. W. Scientific management / F. W. Taylor. – London : Routledge, 2004. – 678 p. – ISBN 978-0-41-527983-3.
201. Taylor, L. A. Why are CEOs rarely fired? Evidence from structural estimation / L. A. Taylor // *The Journal of Finance*. – 2010. – Vol. 65, no. 6. – P. 2051–2087.
202. Tricker, R. I. Pocket director: the essentials of corporate governance from AZ / R. I. Tricker. – London : Economist Books, 1996. – 206 p. – ISBN 978-1-861-97000-8.
203. Warner, J. B. Stock prices and top management changes / J. B. Warner, R. L. Watts, K. H. Wruck // *Journal of financial economics*. – 1988. – Vol. 20. – P. 461–492.
204. Weisbach, M. S. Outside directors and CEO turnover / M. S. Weisbach // *Journal of financial economics*. – 1988. – Vol. 20. – P. 431–460.
205. Yermack, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors / D. Yermack // *Journal of financial economics*. – 1996. – Vol. 40, iss. 2. – P. 185–211.
206. Zhang, P. An empirical investigation on CEO turnover in IT firms and firm performance / P. Zhang, D. Wierschem, F. A. M. Mediavilla, K. P. Hong // *Journal of international technology and information management*. – 2016. – Vol. 25, iss. 2. – P. 67–83.

**Публикации автора по теме исследования**

207. Кудин Л. Ш. Регламент внутреннего контроля в организации корпоративного типа на основе оценки результативности деятельности генерального директора / Л. Ш. Кудин. – DOI 10.25136/2409-7802.2021.1.35164 // Финансы и управление. – 2021. – № 1. – С. 21–33. – URL: [https://nbpublish.com/library\\_read\\_article.php?id=35164](https://nbpublish.com/library_read_article.php?id=35164).

208. Кудин, Л. Ш. Регламент внутреннего корпоративного контроля в организации / Л. Ш. Кудин // e-FORUM. – 2020. – № 2 (11). – URL: <http://eforum.usue.ru/выпуски-2020?id=248>.

209. Кудин, Л. Ш. Внутренний корпоративный контроль и дуальная позиция генерального директора / Л. Ш. Кудин. – DOI 10.25136/2409-8647.2020.3.33170 // Теоретическая и прикладная экономика. – 2020. – № 3. – С. 1–10. – URL: [https://nbpublish.com/library\\_read\\_article.php?id=33170](https://nbpublish.com/library_read_article.php?id=33170).

210. Кудин, Л. Ш. Внутренний корпоративный контроль и его влияние на сменяемость генеральных директоров российских акционерных компаний / Л. Ш. Кудин // IV Российский экономический конгресс «РЭК-2020». Т. XVII. Тематическая конференция «Корпоративное управление и экономика фирмы»: сборник материалов. – Москва : Новая экономическая ассоциация, 2020. – С. 30–33. – URL: [http://www.econorus.org/pdf/Volume17\\_REC-2020.PDF](http://www.econorus.org/pdf/Volume17_REC-2020.PDF).

211. Кудин, Л. Ш. Корпоративное управление предприятия: содержательный фундамент и влияние на конкурентоспособность / Л. Ш. Кудин // Стратегические приоритеты и драйверы развития предприятия : сб. науч. ст., приуроченный к 50-летию кафедры экономики предприятий УрГЭУ. – Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2019. – С. 138–153.

212. Кудин, Л. Ш. Сменяемость генеральных директоров в российской системе корпоративного управления / Л. Ш. Кудин // Актуальные проблемы развития корпоративного управления и бизнеса : сб. ст. по итогам Междунар. науч.-

практ. конф. (Екатеринбург, 15 ноября 2018 г.). – Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2019. – С. 51–56.

213. Кудин, Л. Ш. Сменяемость генеральных директоров российских акционерных компаний / Л. Ш. Кудин. – DOI 10.29141/2218-5003-2018-9-5-7 // Управление. – 2018. – Т. 9, № 5. – С. 65–73.

214. Кудин, Л. Ш. Сменяемость генеральных директоров: практика российских акционерных компаний / Л. Ш. Кудин // Современный менеджмент: проблемы и перспективы : сб. ст. по итогам XIV Междунар. науч.-практ. конф., т. 801. – Санкт-Петербург : Изд-во СПбГЭУ, 2019. – С. 61–64. – 0,3 п. л.

215. Кудин, Л. Ш. Эконометрический анализ зависимости «результативность деятельности компании – смена топ-менеджмента» / Л. Ш. Кудин // Экономика и финансы в технологическом развитии России : материалы Всерос. науч.-практ. конф., посвященной 100-летию со дня рождения Б. Н. Христенко. – Челябинск : Изд. центр ЮУрГУ, 2019. – С. 145–149.

216. Орехова, С. В. Результативность управления и роль генерального директора компании / С. В. Орехова, Л. Ш. Кудин. – DOI 10.18500/1994-2540-2020-20-2-158-167 // Известия Саратовского университета. Новая серия. Серия: Экономика. Управление. Право. – 2020. – Т. 20, вып. 2. – С. 158–167.

217. Орехова, С. В. Роль генерального директора в системе корпоративного управления: подходы и вопросы эффективности / С. В. Орехова, Л. Ш. Кудин // Корпоративное управление и новые бизнес-модели: поиск механизмов согласованного развития : материалы V Междунар. науч.-практ. конф. (30 октября 2019 г.). – Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2020. – С. 69–74.

218. Орехова, С. В. Российская модель корпоративного управления: эволюция, специфика, проблемы эффективности / С. В. Орехова, Л. Ш. Кудин. – DOI 10.24411/1994-2796-2019-10316 // Вестник Челябинского государственного университета. – 2019. – № 3 (425). – С. 140–152.

219. Ружанская, Л. С. Особенности экономического поведения российских предприятий / Л. С. Ружанская, Е. А. Якимова, Л. Ш. Арсланова (Кудин) [и др.] // Барьеры и возможности для развития бизнеса в российской экономике / под общ.

ред. Л. С. Ружанской, Н. В. Костылевой. – Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2015. – С. 7–64. – ISBN 978-5-7996-1488-1.

220. Orekhova, S. V. CEO turnover and company performance: sensitivity and empirical estimates / S. V. Orekhova, L. S. Kudin, A. V. Kupera. – DOI 10.29141/2218-5003-2019-10-4-1 // *Управленец*. – 2019. – Т. 10, № 4. – С. 2–13.