

## НОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

### РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ФИРМ И СМЕНА МЕНЕДЖЕРОВ В УКРАИНЕ

**А. А. МУРАВЬЕВ**

*Институт исследований рынка труда, Бонн, Германия*

**А. В. ТАЛАВЕРА**

*Университет Восточной Англии, Норидж, Великобритания*

**О. А. БИЛЫК**

*Киевский институт экономики, Украина*

**Б. В. ГРЕЧАНЮК**

*Ситибанк (Киев), Украина*

В статье исследуется связь между результатами деятельности и обновлением высшего управленческого звена украинских компаний. На основе изучения данных по открытым акционерным обществам Украины за 2002–2006 гг. авторами обнаружена негативная статистически значимая связь между результатами деятельности фирм (измеряемыми рентабельностью продаж и активов) в предшествующем периоде и вероятностью смены генеральных директоров. Эмпирический анализ также указывает на наличие проблемы «окапывания» руководителей, обладающих значительными пакетами акций управляемых ими компаний. В целом результаты исследования свидетельствуют о возникновении в экономике Украины к началу 2000-х гг. функционирующих механизмов корпоративного управления.

*Ключевые слова:* корпоративное управление, рынок труда менеджеров, переходный период, Украина.

В самом начале процесса экономических реформ в Восточной Европе внимание подавляющего большинства исследователей и политиков было сосредоточено главным образом на макроэкономических вопросах, таких как макроэкономическая стабилизация, либерализация цен и внешней торгов-

ли, а также приватизация, составлявших основу так называемого Вашингтонского консенсуса. По прошествии менее чем десяти лет акцент в значительной мере сместился на необходимость восполнения многочисленных пробелов в институциональной среде, унаследованных со времен

социализма [Mitra, Muravyev, Schaffer, 2008]. В частности, все большее признание стала получать точка зрения, согласно которой успех экономических реформ на микроуровне будет во многом определен развитием институтов корпоративного управления, призванных способствовать реструктуризации бывших государственных предприятий и повышению их эффективности [Duck, 2001].

Как и в сложившихся рыночных экономиках, проблемы корпоративного управления в переходных экономиках связаны с отделением собственности от контроля, а также с расхождением интересов принципалов (акционеров) и агентов (менеджеров). При отсутствии эффективных механизмов корпоративного управления руководители могут использовать ресурсы инвесторов в корыстных целях, строить финансовые пирамиды или же просто наслаждаться «легкой жизнью» [Shleifer, Vishny, 1997]. Среди множества механизмов корпоративного управления, обеспечивающих дисциплину руководителей фирм, ключевую роль играет рынок труда менеджеров. В частности, схемы оплаты труда, привязанные к результатам деятельности, стимулируют менеджеров максимизировать прибыль и богатство акционеров, а угроза увольнения предотвращает корыстное использование фондов инвесторов.

Общеизвестно, что проблема корпоративного управления в странах с переходной экономикой имеет дополнительный аспект. Во времена социализма востребованные в условиях рынка способности и навыки играли второстепенную роль при назначении руководителей предприятий. Например, как отмечается в [Shleifer, Vasiliev, 1996], руководителями государственных предприятий чаще становились приверженцы господствовавшей идеологии или те, кто преуспевал в лоббировании кредитов и обеспечении поставок материалов. В 1990-х гг., когда большинство из этих навыков потеряло свою ценность, некомпетентность многих руководителей в странах с формирующейся рыночной

средой стала очевидной. Иными словами, страны Восточной Европы вступили в переходный период со значительным несоответствием между управленческим талантом и производственными активами [Roland, 2000]. Отсутствие должной квалификации у менеджеров вкупе с их «окапыванием» вызывали обоснованную обеспокоенность по поводу того, возможно ли решение задач реструктуризации и повышения эффективности предприятий путем одного лишь усиления стимулов руководителей. Широкое распространение получила точка зрения, в соответствии с которой проблемы управления не могут быть решены без замены менеджеров, возглавлявших предприятия до начала реформ [Fidrmuc, Fidrmuc, 2006].

Указанные факторы объясняют значительный интерес в академической среде и в органах государственного управления стран с переходной экономикой к функционированию рынка труда менеджеров. Вопросы, связанные с качеством работы руководителей, их вознаграждением, причинами увольнения должностных лиц, а также с назначением на руководящие посты менеджеров-инсайдеров или менеджеров-аутсайдеров, равно как и с влиянием смены менеджеров на результаты деятельности предприятий, относятся к числу наиболее актуальных в восточно-европейском регионе. Вместе с тем имеющиеся эмпирические результаты довольно скудны из-за отсутствия или низкого качества данных, за исключением, пожалуй, таких стран, как Чешская Республика и Россия (см., напр.: [Капелюшников, Демина, 2005; Claessens, Djankov, 1999; Fidrmuc, Fidrmuc, 2006; 2007; Muravyev, 2003]).

В данной статье рассматривается ряд важнейших аспектов корпоративного управления в Украине — одной из сравнительно малоизученных стран с переходной экономикой. Украина занимает особое положение среди переходных экономик: из всех стран Восточной Европы и бывшего СССР она пережила наиболее продолжительный

и один из самых глубоких экономических спадов с сокращением ВВП почти на 60% в период с 1990 по 1999 г. [EBRD, 2001].<sup>1</sup> Кроме того, Украина относится к странам, которые до недавнего времени заметно отставали от соседних государств в проведении реформ. В частности, Украина известна медленной и политизированной приватизацией [Estrin, Rosevear, 2003]. Ее первый — чековый — этап стартовал только в конце 1994 г., а второй этап во многих случаях привел к фактическому выкупу предприятий руководством и работниками, в отличие от России, где во время второго этапа преобладали прямые продажи [EBRD, 2004]. В результате, как отмечается в [Schnytzer, Andreyeva, 2002], украинские фирмы в 1998 г. все еще вели себя, как если бы они функционировали «в относительно слабо реформированной советской среде, где распределение ресурсов определяется межличностными связями, а не механизмом цен».

Более того, надежная правовая база, регулирующая создание и функционирование корпораций — основы современной экономики, — была сформирована в Украине только в 2008 г. с принятием закона «Об акционерных обществах» (аналогичный российский закон был принят в 1995 г.). До этого времени правовую базу в основном составляли устаревшие акты (например, закон «О хозяйственных обществах»), принятые еще в те времена, когда страна входила в состав СССР. Слабая правовая база в сочетании с неэффективным исполнением законов (см.: [Pistor, Raiser, Gelfer, 2000]) вызывала и вызывает значительную обеспокоенность по поводу качества корпоративного управления в стране. Не случайно в ежегодном «Докладе о процессе перехода» Европейского банка реконструкции и развития за 2004 г. недостатки защиты имущественных прав, и в частности прав миноритарных акционеров, обозначены в числе основных препятствий

<sup>1</sup> Для сравнения, в экономике России глубина спада составила около 45% [EBRD, 2001].

на пути развития бизнеса в Украине [EBRD, 2004].

В данной работе мы делаем акцент на конкретном аспекте корпоративного управления в Украине, а именно — на связи между результатами деятельности предприятий и сменой их руководства. Такой анализ можно рассматривать как своего рода тест общей эффективности корпоративного управления в стране [Gibson, 2003]. Действительно, эффективная система корпоративного управления подразумевает, что на смену не справляющимся со своими обязанностями руководителям своевременно приходят новые, более подготовленные и мотивированные менеджеры. Кроме того, мы исследуем, каким образом смена менеджеров связана с рядом других факторов, таких как численность наблюдательного совета, левверидж и ликвидность компании. Роль наблюдательного совета представляет особый интерес ввиду продолжающейся дискуссии об оптимальной численности совета и распределении полномочий между ним, собранием акционеров и правлением компании.

Опираясь на новую базу данных, сформированную на основе отчетов украинских компаний перед Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку Украины, мы выявили негативную статистически значимую связь между результатами деятельности компаний в предшествующий период и вероятностью смены менеджеров. Этот результат сохраняет устойчивость при включении в эконометрическую модель ряда важных факторов, таких как размер фирмы, левверидж, ликвидность, численность наблюдательного совета, а также характеристик менеджеров, в частности, пола и опыта работы на руководящих должностях. В целом результаты исследования свидетельствуют о том, что к началу 2000-х гг. в экономике Украины возникли функционирующие механизмы корпоративного управления.

Статья построена следующим образом. В разделе 1 приведен краткий обзор литературы, анализирующей взаимосвязи

между сменой менеджеров и результатами деятельности фирм с особым акцентом на странах Восточной Европы. В разделе 2 описаны использованные в работе данные. В разделе 3 обсуждаются примененные в нашем исследовании методологические подходы. В разделе 4 представлены результаты эмпирического анализа. Основные выводы исследования сформулированы в разделе 5.

## 1. Обзор литературы

Важнейшие исследования о функционировании рынка управленческого труда (в том числе касающиеся взаимосвязей между результатами деятельности компании и сменой менеджеров) датируются 80-ми годами прошлого столетия (см., напр.: [Coughlan, Schmidt, 1985; Jensen, Murphy, 1990; Warner, Watts, Wruck, 1988; Weisbach, 1988]). Эти и другие работы обнаружили обратную связь между вероятностью увольнения менеджера и результатами деятельности корпораций для ряда развитых стран, прежде всего США и Великобритании. Дальнейшие исследования показали, что на связь между увольнением менеджеров и результатами деятельности компании влияют также численность Совета директоров [Yermack, 1996], его состав [Weisbach, 1988], равно как и структура собственности фирмы [Kang, Shivdasani, 1995]. Смена менеджеров положительно влияет на доходы собственников компании [Denis, Denis, 1995], особенно если новыми руководителями становятся аутсайдеры, прежде в ней не работавшие [Rosenstein, Wyatt, 1997].

Обобщая имеющиеся данные, авторы статьи [Djankov, Murrell, 2002] утверждают, что увольнения менеджеров почти всегда повышают эффективность предприятий в западных странах. Что касается стран с переходной экономикой, то картина представляется менее ясной, так как многие институты корпоративного управ-

ления в таких странах находятся в зачаточном состоянии. Действительно, из-за слабой защиты прав собственников, неразвитости финансового рынка, а также вмешательства государства в дела бизнеса связь между результатами деятельности предприятия и сменой менеджеров в странах с переходной экономикой может быть очень слабой или вовсе отсутствовать [Муравьев, 2003]. Таким образом, функционирование рынка управленческого труда в этих странах все еще остается интересным и важным эмпирическим вопросом [Gibson, 2003].

Несмотря на значительно возросший в последние годы интерес к изучению рынка труда менеджеров в странах с переходной экономикой, имеющиеся эмпирические результаты довольно скудны, главным образом из-за отсутствия или низкого качества данных. Существует ряд публикаций, указывающих на значимость нового управленческого человеческого капитала для реструктуризации и повышения эффективности предприятий. Одно из первых таких исследований было проведено в середине 1990-х гг. в [Barberis et al., 1996]. Опираясь на данные опроса менеджеров 452 российских приватизированных магазинов, авторы статьи обнаружили, что основным фактором, определяющим реструктуризацию фирм (измеряемую реконструкцией торговых площадей, изменениями в работе с поставщиками, увеличением продолжительности работы и сокращением избыточного персонала), является смена их руководства. Согласно исследованию [Claessens, Djankov, 1999], назначение в 1993–1997 гг. новых руководителей в чешских фирмах привело к повышению эффективности последних, что выразилось в улучшении показателей прибыльности и производительности труда. Наиболее явно такие улучшения прослеживаются в приватизированных фирмах, в которых новые руководители были назначены частными собственниками, а не представителями государства. Вывод о

том, что смена генерального директора в недавно приватизированной фирме повышает ее производительность, был также подтвержден в работе [Fidrmuc, Fidrmuc, 2007] на основе чешских данных.

Еще одна группа работ анализирует связь между вероятностью смены руководства в текущем периоде и результатами деятельности фирм в предшествующем периоде. Примером такого рода исследований служит работа [Gibson, 2003], которая опирается на выборку, охватывающую более 1200 нефинансовых компаний в восьми развивающихся экономиках (Бразилии, Чили, Индии, Корею, Малайзии, Мексике, Тайване и Таиланде). В ней автор приходит к выводу, что вероятность увольнения генерального директора возрастает при ухудшении результатов деятельности фирмы. Это дает основания отвергнуть гипотезу о неэффективности корпоративного управления на отдельных развивающихся рынках. В работе [Gibson, 2003] приводятся свидетельства того, что присутствие крупных отечественных частных акционеров не способствует улучшению корпоративного управления.

В [Eriksson, 2005] также делается вывод о том, что плохие результаты деятельности компаний в Чешской Республике и Словакии повышают вероятность смены их менеджеров. Это заключение находит подтверждение в работе [Fidrmuc, Fidrmuc, 2007] применительно к чешским фирмам, но только на протяжении трех-четырёх лет после их приватизации. В [Muravyev, 2003] изучаются детерминанты смены менеджеров с использованием выборки из более чем 400 приватизированных предприятий в России. Оказывается, что лаговая производительность труда является важным фактором, объясняющим смену менеджеров в плохо функционирующих российских компаниях. Кроме того, оказывается, что вероятность смены руководства возрастает по мере увеличения в капитале фирмы доли акционеров-аутсайдеров, а также при усилении финансовых ограничений. По-

добные результаты получены и в исследовании [Капелюшников, Демина, 2005], в котором выделены три основных фактора, влияющих на смену менеджеров в России: структура собственности, смена контроля и финансовые показатели. В [Капелюшников, Демина, 2005] также было обнаружено, что назначение на руководящий пост стороннего менеджера обусловлено низкими результатами деятельности фирмы, тогда как результаты [Muravyev, 2003] указывают на большую вероятность назначения аутсайдера в компаниях с высокой рентабельностью собственного капитала.<sup>2</sup>

Важным аспектом большинства исследований влияния результатов деятельности фирм на вероятность смены менеджера выступает вопрос о дифференциации между добровольным уходом и увольнением руководителей [Hermalin, Weisbach, 2003]. В большинстве случаев четкая классификация причин смены руководителей затруднительна из-за отсутствия соответствующей информации, и многие исследования полностью игнорируют этот аспект обновления руководства компаний. Таким образом, неявно предполагается, что статистически значимая связь между результатами деятельности компании и сменой руководителя, наблюдаемая по всей выборке (включающей, помимо увольнений, и добровольные отставки менеджеров), свидетельствует о действенности механизмов корпоративного управления. Действительно, едва ли можно ожидать, что низкая производительность труда менеджеров станет причиной их добровольного ухода из компании: возможности трудоустройства вне пределов фирмы при неудовлетворительной работе будут явно ограничены. И наоборот, добровольный переход на руководящую позицию в другой фирме будет

<sup>2</sup> Различные аспекты функционирования российского рынка труда были также исследованы в работах [Гольцман, 2000; Долгопятова, Ивасаки, Яковлев, 2007; Рошин, Солнцев, 2005; Симачев, 2001].

более вероятен при успешной деятельности менеджера.<sup>3</sup>

Тем не менее в ряде исследований были предприняты попытки определения истинных причин смены руководителей. Опираясь на находящуюся в открытом доступе информацию о крупных российских компаниях, автор работы [Rachinsky, 2002] приходит к выводу, что большинство случаев смены менеджмента не связано с увольнениями. В то же время упомянутое исследование подтверждает, что установление истинных причин смены менеджеров — чрезвычайно сложная задача, так как даже при увольнении руководителей за неэффективную работу официальная версия ухода из компании зачастую выглядит нейтрально и увязывается с состоянием здоровья или истечением срока действия контракта. В целом классификация причин смены менеджеров все еще весьма далека от совершенства.

Что касается Украины, то свидетельства о влиянии результатов деятельности фирмы на обновление высшего управленческого звена весьма фрагментарны и несистематичны. Исследование [Warzinski, 2003] является исключением в этом отношении. На основании данных опроса, охватывающего 300 украинских компаний, анализируются детерминанты и последствия смены менеджеров, а также роль приватизации и конкуренции в повышении эффективности компаний. В упомянутой работе приведены свидетельства того, что финансовые ограничения в частных компаниях увеличивают вероятность смены руководителя. Напротив, в государствен-

ных предприятиях такого рода связь не прослеживается. Исследование также показывает, что проведенные одновременно приватизация и ротация менеджеров позитивно и статистически значимо влияют на прибыльность, но не несут позитивных изменений по отдельности.

Работа [Warzinski, 2003] имеет ряд недостатков, вытекающих главным образом из характера и качества данных. Это в первую очередь касается относительно малого размера выборки и ее территориальной нерепрезентативности (данные были собраны только в двух регионах Украины). Более того, с целью измерения результатов деятельности предприятий были использованы не данные бухгалтерского учета, а качественные оценки респондентов-менеджеров касательно остроты финансовых ограничений в возглавляемых ими фирмах. Такие субъективные оценки едва ли отличаются высокой надежностью, что неизбежно вызывает вопросы о достоверности выводов упомянутой работы.

Таким образом, взаимосвязь между сменой менеджеров и результатами деятельности фирм в переходных экономиках (включая Украину) остается сравнительно малоизученной темой. В настоящей статье мы пытаемся восполнить этот пробел путем анализа новых данных по украинским компаниям.

## 2. Описание данных и выборки

В настоящем исследовании использована база данных по украинским акционерным обществам, созданная и поддерживаемая Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку Украины (аналог российской ФКЦБ/ФСФР<sup>4</sup>). Как и ФСФР России, комиссия по ценным бумагам Украины аккумулирует подлежащую раскрытию информацию о компаниях и

<sup>3</sup> Согласно [Hermalin, Weisbach, 2003] и другим подобным исследованиям, невозможность провести различие между добровольным уходом и увольнением руководителей чревато получением статистически незначимых оценок влияния результатов деятельности фирм на смену менеджмента. Оценки будут смещены к нулю, являясь, по существу, нижней границей для параметра, характеризующего истинную связь этих двух переменных.

<sup>4</sup> ФКЦБ — Федеральная комиссия по ценным бумагам; ФСФР — Федеральная служба по финансовым рынкам.

размещает ее на своем сайте.<sup>5</sup> База данных охватывает более 7000 фирм, причем наиболее ранние сведения относятся к 2001 г. В нашем распоряжении: подробная финансовая информация о фирмах (годовые балансы и отчеты о финансовых результатах), информация о собственниках и структуре управления, численности работников, отраслевой принадлежности и местоположении фирм. В базе данных также имеются сведения о руководителях фирмы, включая их имена, ФИО, возраст и срок пребывания на руководящих должностях.

Используемая в статье выборка сформирована следующим образом. Во-первых, мы ограничились данными по открытым акционерным обществам (ОАО), исключив закрытые акционерные компании (ЗАО).<sup>6</sup> Одной из причин такого решения являются установленные законом ограничения при отчуждении акций в закрытых корпорациях, что может существенно сказываться на смене собственников и обновлении руководства компаний. Другая причина — менее жесткие требования, касающиеся раскрытия информации в ЗАО, по сравнению с открытыми корпорациями, результатом чего является отсутствие или неполнота данных по ЗАО. Во-вторых, в выборку вошли только те компании, которые предоставляли информацию о своей деятельности в течение по крайней мере двух следующих друг за другом отчетных периодов. Такое ограничение выборки связано с необходимостью соотнесения изменений в руководстве с результатами деятельности компаний в предыдущем отчетном периоде. Сформированная в соответствии с этими критериями выборка охватывает 916 компаний, рассматриваемых на протяжении пяти лет (с 2002 по 2006 г.), и содержит 3012 наблюдений.

<sup>5</sup> Адрес интернет-сайта: <http://www.smida.gov.ua>, по состоянию на май 2008 г.

<sup>6</sup> Сравнение открытых и закрытых акционерных обществ является интересной самостоятельной темой, выходящей за рамки данного исследования.

В процессе сбора данных была предпринята попытка установить истинные причины смены менеджеров в украинских фирмах. С этой целью были проанализированы общедоступные источники информации по украинским компаниям, такие как сайт Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку (<http://smida.gov.ua>), корпоративные сайты, а также различные средства массовой информации, в первую очередь информационное агентство Интерфакс (<http://interfax.com.ua>).

Несмотря на большое число задействованных источников информации, достоверная классификация почти полутысячи наблюдаемых в базе данных случаев смены генеральных директоров оказалась практически неразрешимой задачей. Основной причиной этого является почти полное отсутствие необходимой информации в начале 2000-х гг., а для сравнительно мелких фирм — и на протяжении всего рассматриваемого периода, равно как и неоднозначные и противоречивые сведения при освещении смены менеджеров в СМИ. Несмотря на эти сложности, нами было выделено несколько десятков эпизодов естественной смены руководителей (в результате смерти, ухода с работы по состоянию здоровья или же выхода на пенсию по возрасту), изменений в руководстве вследствие банкротства предприятий, а также ряд политически мотивированных назначений, связанных в том числе с перестановками в правительстве страны. Последний факт не удивителен, учитывая многочисленные свидетельства существенной роли политических факторов в украинской экономике [Baum et al., 2008].

В частности, политически мотивированная смена руководителей была характерна для ряда крупных фирм со значительной долей государственной собственности — «стратегических» предприятий, в особенности относящихся к электроэнергетике и металлургическому сектору. Например, широкий резонанс вызвали изменения в руководстве компании «Черноморнафтогаз»

в 2006 г., отчетливо показавшие борьбу государственных чиновников за особо привлекательную компанию. Интересно, что, несмотря на широкое освещение этого эпизода в средствах массовой информации, официально объявленной причиной изменений в руководстве стало истечение срока трудового контракта. Данный пример иллюстрирует огромные трудности в установлении истинных причин смены топ-менеджеров в Украине.

Учитывая эти сложности, мы отказались от детальной классификации причин смены руководителей в украинских компаниях. Даже с учетом удаления из выборки 22 наблюдений, соответствующих обновлению руководства по естественным причинам, наша работа в целом следует стандартному подходу, в котором не проводится типологизация смены менеджмента [Hermalin, Weisbach, 2003].

В сформированной таким образом выборке украинских компаний доминируют приватизированные промышленные предприятия, относящиеся в соответствии с общепринятой классификацией к категории средних и крупных (численность работников составляет 320 человек в среднем по выборке). Наибольший вес в выборке имеет электроэнергетика — 16,9%, машиностроение и металлообработка составляют 14,17, промышленность строительных материалов — 13,24, пищевая промышленность — 12,81, горнодобывающая отрасль — 11,04, а также строительство — 11,37%. В выборке представлены предприятия всех 27 регионов страны. Наибольший вес по числу вошедших в выборку предприятий имеет Киев (11,7%), а также Полтавская (10,57%), Донецкая (8,47%), Черкасская (7,97%) и Киевская (7,14%) области. Отметим также, что, согласно собранным данным, смена генеральных директоров ежегодно происходит на каждом десятом предприятии Украины. Вариация во времени незначительная: в 2003–2004 гг. менеджеров сменили 9,7% фирм (минимальное значение за 2002–2006 гг.), а в 2004–2005 гг. — 10,8% (максимальное значение).

### 3. Методология

#### 3.1. Оценка результатов деятельности фирм

Оценка эффективности работы предприятия представляет собой непростую задачу даже в странах со сложившейся рыночной экономикой и заметно усложняется в условиях переходных экономик. Например, по мнению авторов [Bevan, Estrin, Schaffer, 1999], при анализе эффективности работы предприятий в переходных экономиках не следует делать акцент на показателях, при расчете которых используются данные о собственном капитале или активах предприятий. Низкая информативность этих показателей в указанных странах связана с недостаточным развитием фондового рынка, высокой инфляцией и несовершенством стандартов учета.

В частности, из-за незначительной роли фондового рынка в переходных экономиках весьма ограничены возможности использования  $Q$  Тобина — стандартного показателя, характеризующего ожидаемые результаты деятельности фирмы в длительном периоде. Вследствие низкой надежности данных о капитале также возникают серьезные сомнения касательно достоверности оценок совокупной производительности факторов. Недостоверные оценки капитала вкупе с эндогенностью прибыли затрудняют использование некоторых показателей рентабельности, в частности рентабельности собственного капитала.<sup>7</sup>

Решение указанных проблем измерения эффективности компаний многие исследователи видят в акценте на показателях, сравнительно редко используемых при анализе фирм в развитых экономиках. Например, авторы [Bevan, Estrin, Schaffer, 1999] в числе таких индикаторов рекомендуют применять долю экспорта в объеме продаж. Работа [Gibson, 2003] оперирует

<sup>7</sup> Существенные проблемы возникают при использовании прибыли после уплаты налогов: в литературе по переходным экономикам налоги часто рассматриваются как эндогенные, а не как параметрически заданные [Schaffer, 1998].



такими показателями, как отношение прибыли (до уплаты процентов и налогов) к активам, отношение прироста доходов фирмы к лаговой стоимости активов, а также рост объема продаж. В [Warzinski, 2003] используется специфическая бинарная переменная, построенная на основе субъективных оценок самими менеджерами финансовых трудностей фирмы. В [Barberis et al., 1996] делается акцент на индексах реструктуризации (например, ремонте помещений) как наиболее надежных критериях эффективности работы компании. Некоторые исследователи оперируют производительностью труда (см., напр.: [Earle, 1998; Kouznetsov, Muravyev, 2001], однако следует иметь в виду, что этот показатель уместен только для анализа фирмы в краткосрочном периоде, поскольку он основан на предположении о неизменности уровня капитала.

Учитывая преимущества и недостатки различных показателей продуктивности фирмы, а также потенциальные различия в их интерпретации, настоящая работа опирается на совокупность индикаторов, а именно: производительность труда ( $LP$ ), рентабельность продаж ( $ROS$ ) и рентабельность активов ( $ROA$ ). Из списка намеренно исключена рентабельность капитала ( $ROE$ ) — один из индикаторов, который можно без особого труда рассчитать на основе имеющихся финансовых данных. Отказ от использования этого показателя связан с наличием в базе данных более 100 фирм, имеющих, согласно бухгалтерским балансам, отрицательные значения собственного капитала.<sup>8</sup> В нескольких десятках случаев положительное значение  $ROE$  является результатом отношения двух отрицательных величин: убытков в последнем финансовом периоде и собственного капитала. Очевидно, что такой показатель имеет мало общего с истинной продуктив-

ностью компании. Несмотря на то что подобного рода проблемы свойственны и другим индикаторам, в том числе отобранным для целей настоящего исследования, масштаб их искажений, по нашему мнению, не столь велик, как в случае с  $ROE$ .

### 3.2. Эконометрические модели

В центре внимания настоящей работы — обусловленность изменений в руководстве компании (приход нового исполнительного директора) в текущем периоде  $t$  эффективностью деятельности фирмы в предшествующем периоде  $t - 1$ . Таким образом, в эмпирическом анализе можно применить модель бинарного выбора, в которой в качестве результата выступает бинарная переменная, принимающая значение «1» при смене исполнительного директора, и «0» — в противоположном случае. В настоящей работе мы моделируем смену менеджмента с помощью логистической регрессии. В наиболее общем виде рассматриваемую модель можно представить следующим образом:

$$\begin{aligned} \text{Prob}(\text{Turnover}) &= \\ &= \text{Prob}(C_{it} = 1 | \text{Perform}_{it-1}, \vec{X}_{it-1}) = \\ &= \Lambda(\alpha + \beta \text{Perform}_{it-1} + \vec{X}_{it-1} \vec{\gamma}), \end{aligned} \quad (1)$$

где  $i$  — обозначение фирмы,  $t$  — обозначение периода наблюдения,  $C_{it}$  — бинарная переменная, указывающая на смену исполнительного директора компании  $i$  в интервале  $[t - 1, t]$ ,  $\text{Perform}_{it-1}$  — показатель результатов деятельности компании  $i$  в периоде  $t - 1$ ,  $\vec{X}_{it-1}$  — вектор иных переменных, характеризующих компанию  $i$  и ее менеджеров в периоде  $t - 1$ , и  $\Lambda$  — кумулятивная функция плотности логистического распределения. Величины  $\alpha$ ,  $\beta$  и компоненты вектора  $\vec{\gamma}$  являются неизвестными параметрами, среди которых наибольший интерес представляет параметр  $\beta$ . Согласно нашим предположениям, он должен иметь отрицательный знак.

<sup>8</sup> Подобного рода ситуации типичны в условиях высокой инфляции, когда нерегулярно переоценивающие основные средства фирмы несут значительные убытки в текущем периоде.

Опираясь на предыдущие исследования смены менеджеров, мы включаем в вектор  $\bar{X}$  следующие характеристики компаний и менеджеров:

- численность Совета директоров — органа, призванного контролировать деятельность менеджеров, устанавливать размер вознаграждения и разрывать трудовой контракт в случае неэффективной работы руководителей фирмы.<sup>9</sup> Согласно исследованиям [Borokhovich, Parrino, Trapani, 1996; Huson, Parrino, Starks, 2001; Yermack, 1996], численность Совета директоров является важным детерминантом смены менеджеров. В [Hermalin, Weisbach, 2003] приводится обширный список исследований, выявивших негативную связь между численностью Совета и результатами деятельности предприятия в развитых экономиках. В то же время оптимальная численность Совета директоров остается предметом споров в научной литературе (см., напр.: [Jensen, 1993]);
- показатели левериджа и ликвидности, характеризующие финансовое положение компании. Высокий леверидж и/или низкая ликвидность увеличивают вероятность банкротства, что в свою очередь повышает вероятность увольнения менеджеров;
- размер компании, измеряемый натуральным логарифмом активов или численности занятых. Эта переменная существенна в нашем анализе в силу того, что при прочих равных условиях более крупные фирмы располагают большим

числом потенциальных претендентов на руководящую должность. Крупные компании, таким образом, несут меньшие издержки, связанные с поиском нового руководителя;

- доля генерального директора в капитале фирмы. Мы предполагаем, что значительное участие менеджеров в капитале способствует их «окапыванию», т. е. закреплению на руководящих постах;
- пол менеджера. В последние годы в литературе по корпоративным финансам уделяется все больше внимания гендерному аспекту состава наблюдательных и исполнительных органов компаний [Francoeur, Labelle, Sinclair-Desgagné, 2008; Rose, 2007]. Такой интерес связан с широко документированными отличиями между мужчинами и женщинами, например, в отношении к риску, которые могут отразиться на их работе в качестве менеджеров и директоров [Coleman, 2003; Schubert et al., 1999; Stelter, 2002]. Равным образом, наблюдательным советам могут быть свойственны предубеждения при оценке работы менеджеров-мужчин и менеджеров-женщин;
- стаж работы на руководящей должности. Опыт руководящей работы выступает важной переменной, позволяющей выявить роль управленческого капитала в процессе обновления руководства компаний. С одной стороны, такой опыт свидетельствует о накоплении профессиональных знаний и управленческих навыков, являющихся ценными активами фирмы. С другой стороны, при прочих равных условиях больший стаж означает больший возраст менеджера. Закономерно возникает вопрос о том, могут ли руководители, получившие основные управленческие навыки в советское время, эффективно управлять фирмой в условиях рынка. С целью дифференциации этих двух эффектов (накопленного опыта работы и возраста), в модель включены переменные, характеризующие как опыт

<sup>9</sup> В США Советы директоров включают как исполнительных директоров, осуществляющих оперативное руководство фирмой, так и неисполнительных директоров, призванных участвовать в выработке стратегии компании, а также осуществлять мониторинг деятельности менеджеров. В отличие от США, в Украине (как и в большинстве стран Европы) принята двухуровневая структура Совета директоров с выделением правления и наблюдательного совета (нагляднограда). Применительно к Украине под Советом директоров мы понимаем именно наблюдательный совет.

руководящей работы, так и возраст менеджеров;

- фиксированные эффекты отраслей и регионов, представленные набором фиктивных переменных.<sup>10</sup>

Помимо описанной базовой модели, мы также рассматриваем расширенную модель, в которую включены новые факторы, представляющие собой произведения переменных, характеризующих результаты деятельности компаний, с контрольными переменными в составе вектора  $\vec{X}$ . Такие вновь введенные переменные могут показать, каким образом различные характеристики фирм влияют на силу взаимосвязи между результатами деятельности компании и сменой менеджера. В данной работе сделан акцент на двух таких характеристиках: доля менеджера в капитале фирмы и численности наблюдательного совета.

#### 4. Результаты регрессионного анализа

С целью оценки влияния результатов деятельности компании на вероятность смены руководителя мы используем пять спецификаций базовой модели, отличающихся главным образом задействованными показателями эффективности фирм, а также перечнем контрольных переменных. Зависимой переменной во всех спецификациях является бинарная переменная *CHANGE*, указывающая на смену руководителя между двумя смежными периодами,  $t - 1$  и  $t$ . Результаты деятельности фирм измерены рентабельностью активов *ROA* и рентабельностью продаж *ROS* (являющимися частными от деления чистой прибыли на стоимость активов и объем продаж, соответственно),

<sup>10</sup> Отраслевая принадлежность фирмы может влиять на издержки поиска компетентных менеджеров и, следовательно, на издержки обновления руководства. Компания, относящаяся к отрасли, состоящей из очень разнородных фирм, может столкнуться со значительными издержками смены менеджера из-за отсутствия у потенциальных кандидатов необходимых знаний и навыков (специфичных для этой фирмы).

а также производительностью труда *LP*, рассчитанной как отношение объема продаж к численности работников предприятия.

Прочие независимые (контрольные) переменные отражают наиболее существенные (с точки зрения рассматриваемой проблемы) характеристики фирм и их менеджеров. В частности, финансовые ограничения аппроксимированы левэриджем фирмы (*LEVERAGE*), представляющим собой отношение суммы краткосрочных и долгосрочных обязательств фирмы к активам.<sup>11</sup> Ликвидность (*LIQUIDITY*) измерена как отношение оборотного капитала к краткосрочным обязательствам компании. Поскольку анализ сфокусирован на связи между сменой менеджера и показателями работы предприятия в предшествующем периоде, постольку во всех рассмотренных случаях используются лаговые значения независимых переменных, измеренные в период  $t - 1$ .

Размер фирмы аппроксимирован натуральными логарифмами стоимости активов (*ASSETS*) и количества сотрудников (*LABOR*). Переменная *EXPERIENCE* указывает на стаж работы менеджера на руководящих должностях, а переменная *BOARD* содержит информацию о численности наблюдательного совета. В регрессии также включена переменная *FEMALE*, указывающая на пол менеджера.

Описательная статистика переменных представлена в табл. 1. Вошедшие в выборку компании в целом нерентабельны, что следует из отрицательных значений *ROA* и *ROS*. Вместе с тем представленные в табл. 1 данные указывают на достаточную финансовую устойчивость украинских компаний — соотношение собственного капитала и обязательств составляет 1 : 2, а текущие пассивы трижды покрываются оборотным капиталом. Что касается характеристик менеджеров, то следует отметить, что их

<sup>11</sup> Левэридж обычно рассчитывают как отношение обязательств к величине собственного капитала фирмы. Мы отказались от этого определения из-за ранее описанных проблем с измерением собственного капитала украинских компаний.

Таблица 1

## Дескриптивная статистика\*

Переменная	Определение	Среднее значение	Стандартное отклонение**
<i>CHANGE</i>	Равна единице в случае смены менеджера и нулю — в противоположном случае	0,102	—
<i>FEMALE</i>	Равна единице, если менеджер — женщина	0,090	—
<i>EXPERIENCE</i>	Стаж руководящей работы, лет	18,245	9,809
<i>AGE</i>	Возраст руководителя, лет	50,319	8,876
<i>BOARD</i>	Численность наблюдательного совета	3,483	1,737
<i>SHARE</i>	Доля менеджера в акционерном капитале фирмы, %	11,733	18,557
<i>LEVERAGE</i>	Отношение обязательств к активам	0,327	0,279
<i>LIQUIDITY</i>	Отношение оборотного капитала к краткосрочным обязательствам	3,379	4,593
<i>ASSETS</i>	Стоимость активов, млн гривен	26,899	69,153
<i>LABOR</i>	Количество работников	319,506	559,583
<i>ROA</i>	Отношение чистой прибыли и активов	-0,009	0,089
<i>ROS</i>	Отношение чистой прибыли к объему продаж	-0,054	0,183
<i>LP</i>	Производительность труда (отношение объема продаж в млн гривен к числу работников)	0,062	0,078
<i>BOARD × ROA</i>	Произведение размера наблюдательного совета и прибыльности активов	-0,032	0,308
<i>BOARD × ROS</i>	Произведение размера наблюдательного совета и прибыльности продаж	-0,180	0,633
<i>BOARD × LP</i>	Произведение размера наблюдательного совета и производительности труда	212,966	291,815
<i>SHARE × ROA</i>	Произведение доли собственности менеджера и прибыльности активов	-0,015	1,236
<i>SHARE × ROS</i>	Произведение доли собственности менеджера и прибыльности продаж	-0,239	1,709
<i>SHARE × LP</i>	Произведение доли собственности менеджера и производительности труда	556,198	1151,805

Примечания:

\* — число наблюдений составило 3012;

\*\* — величина стандартного отклонения не приведена для бинарных переменных.

средний возраст равен 50 годам при опыте работы на руководящих должностях около 18 лет. Средняя численность наблюдательных советов в вошедших в выборку украинских компаниях — четыре человека.

В табл. 2 сопоставлены важнейшие характеристики фирм, менявших руководителей хотя бы раз в течение периода наблюдения, и фирм, во главе которых стоял один и тот же генеральный директор. Представленные данные показывают, что для второй группы

компаний характерны более низкая доля менеджеров-женщин, более зрелый возраст и больший стаж работы менеджеров на руководящих должностях. Кроме того, смена руководителей присуща скорее крупным фирмам и компаниям с более крупными наблюдательными советами. Не менявшие руководство фирмы относятся к более ликвидным и прибыльным, что указывает на определенную связь между финансовыми рисками и вероятностью смены генераль-

Таблица 2

Описательная статистика переменных для компаний, осуществлявших/не осуществлявших смену генерального директора в 2002–2006 гг.

Переменная	Фирмы, не сменившие руководство		Фирмы, сменившие руководство		Расчетное значение $p$ для $H_0: \mu_1 = \mu_2$
	Среднее значение ( $\mu_1$ )	Стандартное отклонение	Среднее значение ( $\mu_2$ )	Стандартное отклонение	
<i>FEMALE</i>	0,081	—	0,108	—	—
<i>EXPERIENCE</i>	19,256	9,542	16,234	10,025	0,000
<i>AGE</i>	51,488	8,370	47,996	9,385	0,000
<i>BOARD</i>	3,409	1,691	3,632	1,816	0,001
<i>SHARE</i>	15,198	20,519	4,844	10,993	0,000
<i>LEVERAGE</i>	0,297	0,265	0,388	0,296	0,000
<i>LIQUIDITY</i>	3,617	4,747	2,906	4,233	0,000
<i>ASSETS</i>	19,487	55,437	41,636	88,651	0,000
<i>LABOR</i>	257,212	453,906	443,354	709,509	0,000
<i>ROA</i>	0,000	0,085	-0,026	0,093	0,000
<i>ROS</i>	-0,042	0,174	-0,078	0,197	0,000
<i>LP</i>	56,986	68,852	79,992	93,701	0,000
<i>BOARD</i> × <i>ROA</i>	-0,003	0,292	-0,089	0,329	0,000
<i>BOARD</i> × <i>ROS</i>	-0,141	0,605	-0,259	0,679	0,000
<i>BOARD</i> × <i>LP</i>	188,880	249,833	260,850	356,402	0,000
<i>SHARE</i> × <i>ROA</i>	0,089	1,382	-0,132	0,861	0,000
<i>SHARE</i> × <i>ROS</i>	-0,218	1,849	-0,283	1,390	0,343
<i>SHARE</i> × <i>LP</i>	700,665	1254,331	268,983	844,496	0,000

Примечание: число наблюдений составило 2004 и 1008 для фирм, не сменивших и сменивших руководство, соответственно.

ных директоров. В целом на основании описательной статистики можно сделать вывод о значительных отличиях основных характеристик двух групп компаний. Более точное представление о том, насколько существенна роль этих этих характеристик в обновлении руководства украинских компаний, дают результаты представленного ниже многофакторного регрессионного анализа.

В табл. 3 приведены результаты оценки базовых спецификаций эконометрической модели. Столбцы (1), (2) и (3) показывают результаты оценки моделей, в которых размер компании измерен логарифмом стоимости активов, а столбцы (4) и (5) — логарифмом численности работников. В качестве показателя эффективности фирм в столбцах (1) и (4) задействована

рентабельность активов *ROA*, в столбцах (2) и (5) — рентабельность продаж *ROS*, а в столбце (3) — производительность труда *LP*. В таблице показаны предельные эффекты, указывающие, насколько меняется вероятность смены менеджера при отклонении регрессора от своего среднего значения на одну единицу.

В целом результаты подтверждают гипотезу о существовании отрицательной связи между эффективностью работы фирм и обновлением их руководства, что особенно отчетливо видно на примере показателя *ROA*. В частности, при увеличении *ROA* на три стандартных отклонения от среднего значения, т. е. с -0,009 до 0,258 (табл. 1) вероятность увольнения уменьшается примерно на 6% (см. столбцы (1) и (4)).

Таблица 3

## Результаты оценивания параметров базовых регрессий

Переменная	Спецификация модели				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>FEMALE</i>	-0,001 (0,015)	-0,003 (0,016)	-0,003 (0,016)	-0,003 (0,015)	-0,003 (0,016)
<i>EXPERIENCE</i>	-0,000 (0,001)	-0,000 (0,001)	-0,000 (0,001)	-0,000 (0,001)	-0,000 (0,001)
<i>AGE</i>	-0,000 (0,001)	-0,000 (0,001)	-0,000 (0,001)	-0,000 (0,001)	-0,000 (0,001)
<i>BOARD</i>	0,001 (0,003)	0,001 (0,003)	0,001 (0,003)	0,001 (0,003)	0,001 (0,003)
<i>SHARE</i>	-0,003*** (0,000)	-0,003*** (0,000)	-0,003*** (0,000)	-0,003*** (0,000)	-0,003*** (0,000)
<i>LEVERAGE</i>	0,038* (0,018)	0,058*** (0,019)	0,062*** (0,019)	0,042** (0,019)	0,059*** (0,019)
<i>LIQUIDITY</i>	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)
Log( <i>ASSETS</i> )	0,009*** (0,004)	0,006** (0,004)	0,006 (0,004)		
<i>ROA</i>	-0,227*** (0,055)			-0,218*** (0,054)	
<i>ROS</i>		-0,031 (0,023)			-0,042* (0,024)
<i>LP</i>			-0,040 (0,072)		
Log( <i>LABOR</i> )				0,012*** (0,004)	0,011*** (0,004)
$\chi^2$	133	119	117	133	121
<i>p</i> -статистика	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Псевдо $R^2$	0,081	0,072	0,072	0,081	0,074

Примечания: число наблюдений составило 3012. Зависимая переменная равна единице в случае смены менеджера и нулю — в противоположном случае. В таблице показаны предельные эффекты (для средних значений регрессоров) после оценки логистических моделей. Кластер-робастные стандартные ошибки оценки параметров приведены в скобках. С целью экономии места в таблице не показана включенная в модель константа, а также фиктивные переменные для отраслей промышленности и регионов.

\* — 10%-й уровень значимости;

\*\* — 5%-й уровень значимости;

\*\*\* — 1%-й уровень значимости.

Вероятность смены менеджеров также снижается по мере роста *ROS*, однако эта связь статистически значима только в той спецификации, где размер фирмы измеряется количеством работников. Согласно данным табл. 3, эффект прибыльности продаж значительно слабее, чем аналогичный эффект

прибыльности активов, а производительность труда не оказывает статистически значимого эффекта на вероятность смены руководителя. В целом результаты свидетельствуют о возникновении к началу 2000-х гг. функционирующих механизмов корпоративного управления в экономике

Украины. Полученные нами оценки также близки к результатам исследования [Murguiev, 2003], равно как и [Капелюшников, Демина, 2005], применительно к российским предприятиям.

Данные табл. 3 позволяют сделать несколько интересных наблюдений относительно роли финансовых ограничений компаний. Например, во всех базовых спецификациях прослеживается позитивный и статистически значимый эффект левериджа на вероятность смены руководителя. Этот результат согласуется с анализом [Jensen, 1989], в котором леверидж выступает одним из важнейших факторов, улучшающих дисциплину менеджеров. Интересно отметить, что, в отличие от левериджа, ликвидность не относится к числу факторов, влияющих на обновление руководства фирм.

Проведенный нами регрессионный анализ не выявил статистически значимой связи между размером наблюдательного совета и вероятностью смены менеджера. Этот результат оказался несколько неожиданным в свете многочисленных исследований, указывающих на существенное влияние численности и состава наблюдательных органов на эффективность их работы, прежде всего в отношении мониторинга менеджеров [Hermalin, Weisbach, 2001]. При этом полученные нами результаты указывают на большую вероятность смены руководителей в крупных компаниях, независимо от того, каким образом измерен размер фирмы.

Вероятность оставления менеджерами руководящего поста слабо связана с их личными характеристиками, такими как пол, возраст и стаж работы. При этом увеличение доли менеджеров в капитале компании снижает вероятность их отставки. Таким образом, находит подтверждение известный тезис об «окапывании» менеджеров, владеющих крупными пакетами акций управляемых ими компаний.

Насколько сила связи между эффективностью фирмы и вероятностью смены руководства чувствительна к размеру на-

блюдательного совета и доли руководителя в капитале фирмы? Мы исследовали этот вопрос, включив в базовые модели дополнительные переменные — произведения показателей эффективности, с одной стороны, и размера наблюдательного совета и доли руководителя в капитале — с другой (т. е.  $ROA \times BOARD$ ,  $ROS \times SHARE$  и др.). Оценивание параметров таких расширенных регрессий не выявило новых статистически значимых связей — коэффициенты при вновь введенных переменных оказались незначимыми. Более того, было обнаружено, что коэффициенты при всех прочих переменных практически идентичны оценкам, полученным в базовых спецификациях.<sup>12</sup>

Нами также была изучена связь между вероятностью смены руководителей и результатами деятельности компаний относительно других компаний той же самой отрасли. Основная идея такого анализа заключается в том, что, по сравнению с абсолютными показателями, относительные величины дают лучшее представление о качестве управления фирмой. Действительно, финансовые показатели компании могут в большей мере отражать различные внешние шоки, чем качество управленческих решений. Например, слабые результаты конкретной компании могут быть следствием спада в целой отрасли. В связи с этим при принятии решений о судьбе управленческой команды акционеры и Советы директоров могут делать акцент на относительные, а не на абсолютные величины (см., напр.: [Holmstrom, 1982; Parrino, 1997]).

В данной работе относительные показатели эффективности фирмы определены как разность между соответствующими показателями фирмы и отрасли в целом. Результаты регрессионного анализа, опирающегося на относительные показатели эффективности фирм, представлены в табл. 4. В целом они достаточно близки

<sup>12</sup> Эти результаты не приводятся в статье, но авторы готовы их предоставить по запросу.

Таблица 4

**Результаты оценивания параметров регрессий, в которых используются  
относительные показатели эффективности работы фирм**

Переменная	Спецификация модели				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>FEMALE</i>	-0,001 (0,015)	-0,003 (0,016)	-0,003 (0,016)	-0,003 (0,015)	-0,003 (0,016)
<i>EXPERIENCE</i>	-0,000 (0,001)	-0,000 (0,001)	-0,000 (0,001)	-0,000 (0,001)	-0,000 (0,001)
<i>AGE</i>	-0,000 (0,001)	-0,000 (0,001)	-0,000 (0,001)	-0,000 (0,001)	-0,000 (0,001)
<i>BOARD</i>	0,001 (0,003)	0,001 (0,003)	0,001 (0,003)	0,001 (0,003)	0,001 (0,003)
<i>SHARE</i>	-0,003*** (0,000)	-0,003*** (0,000)	-0,003*** (0,000)	-0,003*** (0,000)	-0,003*** (0,000)
<i>LEVERAGE</i>	0,038* (0,018)	0,058** (0,022)	0,061*** (0,019)	0,042** (0,019)	0,060*** (0,022)
<i>LIQUIDITY</i>	0,000 (0,001)	-0,000 (0,001)	0,000 (0,001)	0,001 (0,001)	0,000 (0,001)
Log( <i>ASSETS</i> )	0,009** (0,004)	0,006 (0,004)	0,006 (0,004)		
<i>ROA_relative</i>	-0,227*** (0,055)			-0,217*** (0,053)	
<i>ROS_relative</i>		-0,025 (0,111)			-0,026 (0,109)
<i>LP_relative</i>			-0,038 (0,038)		
Log( <i>LABOR</i> )				0,012*** (0,004)	0,009* (0,005)
$\chi^2$	134	118	120	135	121
<i>p</i> -статистика	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Псевдо $R^2$	0,081	0,072	0,072	0,081	0,072

Примечание: число наблюдений составило 3012. Зависимая переменная равна единице в случае смены менеджера и нулю — в противоположном случае. В таблице показаны предельные эффекты (для средних значений регрессоров) после оценки логистических моделей. Кластер-робастные стандартные ошибки оценки параметров приведены в скобках. С целью экономии места в таблице не показана включенная в модель константа, а также фиктивные переменные для отраслей промышленности и регионов.

\* — 10%-й уровень значимости;

\*\* — 5%-й уровень значимости;

\*\*\* — 1%-й уровень значимости.



к результатам анализа базовой спецификации. В частности, как и в базовой спецификации, низкие значения *ROA* увеличивают вероятность смены руководителя компании.

## 5. Заключение

В статье исследуется связь между результатами деятельности украинских компаний и обновлением их высшего управленческого звена. Анализ базируется на новых данных по открытым акционерным обществам Украины за 2002–2006 гг. и использовании стандартной логистической модели регрессии. Результаты деятельности фирм оценены с помощью трех показателей: рентабельности активов, рентабельности продаж и производительности труда. Кроме того, проанализирована относительная эффективность компаний, определяемая как разность между соответствующими показателями фирмы и отрасли в целом.

Основной результат настоящего исследования — обнаружение отрицательной статистически значимой связи между вероятностью смены генеральных директоров и результатами деятельности украинских фирм в предшествующий период. Таким образом, можно сделать вывод, что не справляющиеся с обязанностями руководители предприятий вынуждены оставлять свои посты. Анализ также показывает, что украинские руководители финансово ограничены в своей деятельности: вероятность ухода генерального директора связана с левериджем фирмы. Этот результат можно рассматривать как показатель роли кредиторов в обновлении руководства компаний. В целом полученные нами результаты свидетельствуют о возникновении к началу 2000-х гг. функционирующих механизмов корпоративного управления в экономике Украины.

В ходе исследования была также установлена обратная связь между вероятностью смены менеджеров и их долей в акционерном капитале. Этот результат характерен и для других стран с переходной экономикой. В то же время нами не обна-

ружено существенного влияния численности наблюдательного совета на смену менеджеров. Кроме того, оба этих важнейших фактора — доля менеджеров в акционерном капитале фирмы и численность наблюдательного совета — не влияют на силу связи между результатами деятельности украинских компаний и сменой директоров, как следует из результатов анализа. Сходные по тематике исследования с использованием российских данных указывают на то, что характеристики (и, в частности, размер) Советов директоров играют более существенную роль в корпоративном управлении.

Полученные в ходе настоящего исследования результаты могут свидетельствовать о потенциале улучшения качества корпоративного управления в Украине, в частности за счет расширения компетенции наблюдательных советов. Согласно действовавшим до самого недавнего времени нормативным актам, увольнение руководителей компаний относилось, как правило, к компетенции собрания акционеров. Наблюдательные советы, хотя и могли инициировать управленческие изменения, имели ограниченные полномочия в принятии решений о смене руководителя. Принятый в 2008 г. в Украине закон «Об акционерных обществах» значительно изменяет баланс сил в пользу наблюдательных советов, и, кроме того, устанавливает их минимальный размер в зависимости от числа акционеров. На вопрос о том, привело ли перераспределение власти внутри украинских компаний к улучшению контроля над менеджерами и повышению эффективности их работы, могут и должны дать ответ будущие исследования.

## Благодарности

Авторы признательны Консорциуму экономического образования и исследований (EERC) за финансовую поддержку (грант R07-0832). Мы благодарны экспертам EERC и участникам семинаров EERC в 2007–2008 гг. за полезные комментарии

и предложения. Мы особенно признательны Расселу Питтману, Дэвиду Брауну и Юлии Родионовой, а также двум аноним-

ным рецензентам «*Российского журнала менеджмента*» за ценные замечания и рекомендации по улучшению статьи.

## ЛИТЕРАТУРА

- Гольцман М. 2000. *Эмпирический анализ смены менеджеров в российских фирмах*. Препринт BSP/00/035. М.: Российская экономическая школа. <http://www.nes.ru>.
- Долгопятова Т. Г., Ивасаки И., Яковлев А. А. (ред.). 2007. *Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития*. М.: Издательский дом ГУ-ВШЭ.
- Капелюшников Р. И., Демина Н. В. 2005. Обновление высшего менеджмента российских промышленных предприятий: свидетельства «Российского экономического барометра». *Российский журнал менеджмента* 3 (3): 27–42.
- Муравьев А. А. 2003. Обновление директорского корпуса на российских приватизированных предприятиях. *Российский журнал менеджмента* 1 (1): 77–90.
- Рощин С. Ю., Солнцев С. А. 2005. Рынок труда топ-менеджеров в России: между внешним наймом и внутренним продвижением. *Российский журнал менеджмента* 3 (4): 11–28.
- Симачев Ю. В. 2001. Направления и факторы реформирования промышленных предприятий. *Экономический журнал ВШЭ* 5 (3): 328–348.
- Barberis N., Boycko M., Shleifer A., Tsukanova N. 1996. How does privatization work? Evidence from the Russian shops. *Journal of Political Economy* 104 (4): 764–790.
- Baum C., Caglayan M., Schäfer D., Talavera O. 2008. Political patronage in Ukrainian banking. *Economics of Transition* 16 (3): 537–557.
- Bevan A. A., Estrin S., Schaffer M. E. 1999. *Determinants of Enterprise Performance during Transition*. CERT Discussion Paper No. 9903.
- Borokhovich K. A., Parrino R., Trapani T. 1996. Outside directors and CEO selection. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31 (3): 337–355.
- Claessens S., Djankov S. 1999. Enterprise performance and management turnover in the Czech Republic. *European Economic Review* 43 (4–6): 1115–1124.
- Coleman S. 2003. Women and risk: An analysis of attitudes and investment behavior. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal* 7 (2): 99–114.
- Coughlan A. T., Schmidt R. M. 1985. Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 7 (1–3): 43–66.
- Denis D. J., Denis D. K. 1995. Performance changes following top management dismissals. *Journal of Finance* 50 (4): 1029–1057.
- Djankov S., Murrell P. 2002. Enterprise restructuring in transition: A quantitative survey. *Journal of Economic Literature* 40 (3): 739–792.
- Dyck A. 2001. Privatization and corporate governance: Principles, evidence and future challenges. *World Bank Research Observer* 16 (1): 59–84.
- Earle J. S. 1998. *Post-Privatization Ownership Structure and Productivity in Russian Industrial Enterprises*. SITE Working Paper No. 127.
- EBRD. 2001. *Transition Report 2001*. EBRD: London.
- EBRD. 2004. *Transition Report 2004*. EBRD: London.
- Eriksson T. 2005. Managerial pay and executive turnover in the Czech and Slovak Republics. *Economics of Transition* 13 (4): 659–677.
- Estrin S., Rosevear A. 2003. Privatization in Ukraine. In: Parker D., Saal D. (eds.).

- International Handbook on Privatization*. Edward Elgar Publishing: Cheltenham, UK.
- Fidrmuc J. P., Fidrmuc J. 2006. Can you teach old dogs new tricks? On complementarity of human capital and incentives. *Journal of International Money and Finance* 25 (3): 445–458.
- Fidrmuc J. P., Fidrmuc J. 2007. Fire the manager to improve performance? Managerial turnover and incentives after privatization in the Czech Republic. *Economics of Transition* 15 (3): 505–533.
- Francoeur C., Labelle R., Sinclair-Desgagné B. 2008. Gender diversity in corporate governance and top management. *Journal of Business Ethics* 81 (1): 83–95.
- Franks J., Mayer C., Renneboog L. 2001. *Who Disciplines Management in Poorly Performing Companies*. CEPR Discussion Paper No. 2949.
- Gibson S. M. 2003. Is corporate governance ineffective in emerging markets? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (1): 231–250.
- Hermalin B. E., Weisbach M. S. 2003. Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review* 9 (1): 7–26.
- Holmstrom B. 1982. Moral hazard in teams. *Bell Journal of Economics* 13 (2): 324–340.
- Huson M. R., Parrino R., Starks L. T. 2001. Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective. *Journal of Finance* 56 (6): 2265–2297.
- Jensen M. C. 1989. Eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review* 67 (5): 61–74.
- Jensen M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of the internal control systems. *Journal of Finance* 48 (3): 831–880.
- Jensen M. C., Murphy K. J. 1990. Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy* 98 (2): 225–264.
- Kang J.-K., Shivdasani A. 1995. Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. *Journal of Financial Economics* 38 (1): 29–58.
- Kouznetsov P., Muravyev A. 2001. *Ownership Structure and Firm Performance in Russia: The Case of Blue Chips of the Stock Market*. EERC Working Paper Series 01-10e. EERC Research Network, Russia and CIS.
- Mitra P., Muravyev A., Schaffer M. E. 2008. *Convergence in Institutions and Market Outcomes: Cross-Country and Time-Series Evidence from the BEEPS Surveys in Transition Economies*. IZA Discussion Papers 3863. Institute for the Study of Labor (IZA), Germany.
- Muravyev A. 2003. Turnover of senior managers in Russian privatized firms. *Comparative Economic Studies* 45 (2): 148–172.
- Parrino R. 1997. CEO turnover and outside succession: A cross-sectional analysis. *Journal of Financial Economics* 46 (2): 165–197.
- Pistor K., Raiser M., Gelfer St. 2000. Law and finance in transition economies. *Economics of Transition* 8 (2): 325–368.
- Rachinsky A. 2002. *Self Enforced Mechanisms of Corporate Governance: Evidence from Managerial Turnover in Russia*. Centre for Economic and Financial Research Working Paper No. w0051.
- Roland G. 2000. *Transition and Economics. Politics, Markets and Firms*. MIT Press: London.
- Rose C. 2007. Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance: An International Review* 15 (2): 404–413.
- Rosenstein S., Wyatt J. G. 1997. Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics* 44 (2): 229–250.
- Schaffer M. E. 1998. Do firms in transition economies have soft budget constraints? A reconsideration of concepts and evidence. *Journal of Comparative Economics* 26 (1): 80–103.
- Shleifer A., Vasiliev D. 1996. Management ownership and Russian privatization. In: Frydman R., Gray C. W., Rapaczynski A. (eds.). *Corporate Governance in Central*

- Europe and Russia*. Vol. 2. CEU Press: Budapest; 62–77.
- Shleifer A., Vishny R. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* **52** (2): 737–783.
- Schnytzer A., Andreyeva T. 2002. Company performance in Ukraine: Is this a market economy? *Economic Systems* **26** (2): 83–98.
- Schubert R., Brown M., Gysler M., Brachinger H. W. 1999. Financial decision-making: Are women really more risk-averse? *American Economic Review* **89** (2): 381–385.
- Stelter N. Z. 2002. Gender differences in leadership: Current social issues and future organizational implications. *Journal of Leadership & Organizational Studies* **8** (4): 88–99.
- Warner J. B., Watts R. L., Wruck K. H. 1988. Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics* **20** (1–2): 461–492.
- Warzynski F. 2003. Managerial change, competition, and privatization in Ukraine. *Journal of Comparative Economics* **31** (2): 297–314.
- Weisbach M. S. 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* **20** (1–2): 431–460.
- Yermack D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* **40** (2): 185–211.

Статья поступила в редакцию  
9 июня 2009 г.