

УДК 334.722.8

JEL: G34

И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина

ЗАНЯТОСТЬ СОВЕТОВ ДИРЕКТОРОВ И ФИНАНСОВАЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ

Санкт-Петербургский государственный университет,
Российская Федерация, 199034, Санкт-Петербург, Университетская наб., 7/9

В статье изучается одна из важнейших характеристик советов директоров (СД) — «занятость» (busyness) директоров, означающая совмещение директорских позиций в нескольких компаниях. В работе проанализированы критерии занятости, мотивы совмещения директорских позиций для компаний и самих членов советов директоров, взаимосвязь занятости и финансовых результатов деятельности компании, а также ее ценности. Занятость членов СД анализируется с точки зрения гипотезы репутации, согласно которой совмещение директорских позиций оказывает положительный эффект на результаты деятельности компаний, и гипотезы занятости, утверждающей, что чрезмерное участие директоров в работе органов управления различных компаний способно отрицательно сказаться на продуктивности их деятельности. Рассматриваются особенности занятости директоров на разных рынках, формулируются выводы о специфике занятости для компаний развитых и развивающихся стран.

Ключевые слова: совет директоров, занятость директоров, совмещение директорских позиций, финансовая результативность деятельности компании.

BUSYNESS OF DIRECTORS AND FINANCIAL PERFORMANCE

I. V. Berezinets, Yu. B. Ilina

St. Petersburg State University, 7/9, Universitetskaya nab., St. Petersburg, 199034, Russian Federation

This paper investigates one of the important characteristics of the corporate board — multiple directorships with a particular focus on directors' busyness. The paper analyses busyness criteria both for a board and directors, motives for multiple directors' positions for companies and board members, the relationship between board busyness and company's performance. The reputation and busyness hypotheses are analysed from perspective of boards multiple directorships impact on financial performance and value. Directors participation in several boards leads to their excessive busyness. It may be to the detriment of corporate performance, since due to relatively less time available those directors devote less efforts to their duties.

At the same time additional resources directors obtain from multiple positions on boards is important factor to enhance director's reputation.

Исследование проведено при поддержке гранта СПбГУ. Мероприятие 2 (шифр проекта 16.38.297.2014).

© Санкт-Петербургский государственный университет, 2016

In this paper the authors provide thorough literature review on the busyness of directors and boards, analysis of the relationship between directors' busyness and company's performance from perspective of two approaches — reputation hypothesis and busyness hypothesis.

This paper investigates the directors' busyness as a complex issue that has its specifics and implications for companies from developed and emerging markets. The value of the paper is that it provides deep analysis of the busyness and its effect on corporate performance results.

The authors find that directors' busyness needs further investigation in emerging markets, given the specifics of those markets, the scarce of professional directors at the labour market, the special role of board networks and other external resources directors could obtain through multiple directors positions for directors themselves and board reputation.

The main implication is that the paper articulates the directions for further research of this issue that should go beyond the hypotheses used in the existing sources, taking into account the specifics of emerging markets.

Keywords: board of directors, board busyness, directors' multiple directorships, financial performance.

ВВЕДЕНИЕ

Внимание регуляторов, исследователей, практиков к роли совета директоров (СД) как органа и механизма корпоративного управления значительно возросло со времени начала законодательных реформ в области корпоративного управления. Значимыми вехами в этом реформировании стали выход доклада Кэдбери (Cadbury Report) в Великобритании в 1992 г. и закона Сарбейнса—Оксли (Sarbanes—Oxley Act) в США в 2002 г. За ними последовали значительные изменения в корпоративном законодательстве других стран. По прошествии 20 лет ученые и практики бизнеса так и не пришли к консенсусу о том, насколько реформированные советы директоров справляются с новыми функциями мониторинга, которые возложены на них регуляторами.

Многочисленные исследования структуры советов директоров, роли неисполнительных и независимых директоров, гендерного состава и других характеристик, а также их взаимосвязи с финансовой результативностью деятельности компаний имеют противоречивые результаты.

В 1990-х гг. особое внимание в исследованиях и практике корпоративного управления уделялось роли неисполнительных директоров, выступающих представителями интересов акционеров. Позднее, в 2000-х гг., фокус был перенесен на независимых директоров, которые, как предполагалось, способны наиболее эффективно выполнять функции независимого мониторинга.

Вслед за корпоративными скандалами начала 2000-х гг., спровоцировавшими всплеск внимания регулирующих органов и законодателей к корпоративному управлению в публичных компаниях, финансово-экономический кризис 2008–2009 гг. также продемонстрировал, что во многих случаях совет директоров недостаточно справляется с мониторингом деятельности менеджмента, в том числе в отношении должного управления рисками [Goergen, Renneboog, 2014].

В настоящей статье мы придерживаемся позиции, что эффективным является такой совет директоров, который «справляется с задачей обеспечения высокой доходности для акционеров», «сохраняет и приумножает акционерную стоимость» [Лебланк, Гиллис, 2006, с. 132]. Поиск ответов на вопрос о том, какие же советы директоров являются наиболее эффективными, какими характеристиками должны обладать их члены и сами советы, продолжается и сегодня. Авторы в своих изысканиях все чаще обращают внимание не только на структурные характеристики совета, но и на то, какую роль играют связи и контакты (networks), в которых директора находятся друг с другом и с внешней средой. В последние годы исследования все чаще концентрируются также на других функциях директоров, помимо мониторинга менеджмента в интересах акционеров. В этой связи ряд исследователей признают, что законодательные реформы корпоративного управления значительно преувеличивают важность мониторинга. При этом недооценивается роль неисполнительных директоров, призванных приносить в компанию ценные ресурсы — связи, информацию, новые знания (см., напр.: [Hsu, Wu, 2014]).

Для достижения важнейшей цели — увеличения ценности для акционеров — директора должны быть способны успешно справляться с возложенными на них функциями. Однако следует иметь в виду, что, будучи взаимодополняющими, эти две функции СД — мониторинг и консультирование — находятся в известной степени в противоречии. Кроме того, одна из них может осуществляться за счет другой, так как функция мониторинга конкурирует с функцией консультирования за то время, которое затрачивается директором, а также за концентрацию на решении выполняемой задачи. Указанные две функции по-разному влияют на мотивацию CEO делиться информацией о деятельности компании с советом директоров [Armstrong, Guay, Weber, 2010]. Речь идет о том, что генеральный директор, будучи заинтересованным в том, чтобы директора обладали наибольшим объемом информации для эффективного консультирования менеджмента, мотивирован на предоставление полной информации членам СД. В то же время менеджмент может опасаться делиться подробной информацией обо всех аспектах деятельности компании и ее планах, поскольку в таком случае директора приобретут больше возможностей для осуществления пристального мониторинга. Тем не менее, очевидно, что функции мониторинга и консультирования выполняются директорами одновременно и разделить их очень сложно. По признанию ряда исследователей, на первый план выходит вопрос не о конкуренции между этими функциями СД за то, насколько больше времени и информации требуется для выполнения каждой из них, а о знаниях и компетенциях директоров в целом для осуществления качественной работы в совете (см., напр.: [Brickley, Zimmermann, 2010; Kim, Mauldin, Patro, 2014]).

Одним из основных направлений современных исследований по корпоративному управлению, позволяющим проанализировать роль советов директоров с точки зрения выполнения ими ключевых функций с акцентом на опыт, связи

и другие ресурсы, привносимые ими в компанию, является так называемая множественность директорских позиций. По сути, это совмещение поста директора в данной компании с директорскими позициями и (или) должностью высшего исполнительного менеджера в других компаниях.

Одной из граней проблемы множественности директорских позиций, изучаемой в связи с избранием в советы внешних (неисполнительных и независимых) директоров, служит вопрос о том, насколько компания, избирающая таких директоров в свой совет, выигрывает или теряет оттого, что эти директора могут занимать позиции в советах и исполнительных органах других компаний. Еще один важный аспект касается позитивного влияния на результаты деятельности компании, когда ее топ-менеджер или исполнительный директор занимает директорские позиции в других компаниях. Однако исследование эффективности топ-менеджмента является отдельным направлением и выходит за рамки данной статьи. Нами рассматривается вопрос о том, каким образом множественность директорских позиций взаимосвязана с ценностью компании. Если для компании такое совмещение дает положительный эффект, то далее возникают вопросы: сколько позиций должен (или может) занимать директор в советах других компаний, чем это определяется и на что конкретно влияет? В каких компаниях (размер, отрасль и др.) наличие директоров, имеющих множественные директорские позиции, способно оказывать влияние на финансовые результаты деятельности? Ответы на эти и связанные с ними вопросы рассмотрены и проанализированы в данной статье. Основой анализа послужила теория корпоративного управления, а также результаты современных эмпирических исследований в данной области. Необходимо подчеркнуть, что число подобных исследований для развивающихся рынков в целом не так велико, а работы по данной проблематике в России практически отсутствуют.

Статья имеет следующую структуру. Сначала рассматривается понятие занятости директоров, а также мотивы совмещения директорских позиций для самих членов СД, выясняются причины, по которым компании могут быть заинтересованы в избрании таких лиц в свои советы. Далее анализируется взаимосвязь занятости директоров и финансовой результативности деятельности компаний на развитых и развивающихся рынках, подводятся итоги и обозначаются направления дальнейших исследований.

ЧТО ТАКОЕ ЗАНЯТОСТЬ ЧЛЕНОВ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ И КАКОВЫ МОТИВЫ СОВМЕЩЕНИЯ ПОЗИЦИЙ ДЛЯ ДИРЕКТОРОВ КОМПАНИЙ?

Занятость директора понимается как совмещение директорской позиции в данной компании с позициями члена советов директоров в других компаниях.

Для объяснения того, почему так важно анализировать занятость директоров, каковы могут быть ее мотивы и взаимосвязь с различными характеристика-

ми деятельности компании, финансовыми результатами, необходимо обратиться к рассмотрению роли директоров с позиции корпоративного управления и агентской проблемы.

Согласно агентской теории, основной функцией совета директоров является осуществление мониторинга деятельности менеджмента с целью гарантии соблюдения интересов акционеров, обеспечения долговременного устойчивого развития компании и повышения ее рыночной ценности. Важно, чтобы совет директоров был независимым от менеджмента, поэтому обсуждение проблематики, связанной с занятостью директоров, ведется исследователями прежде всего в отношении независимых директоров, способных осуществлять более эффективный мониторинг и дисциплинировать менеджеров [Masulis, Mobbs, 2014].

Каковы критерии отнесения директора и самого совета директоров к категории занятого и какие директора обычно являются занятыми?

Если вести речь о том, каких директоров относят к занятым, то таковыми принято считать членов совета директоров, которые занимают несколько директорских позиций в разных СД [Benson et al., 2014]. Авторы исследования [Cashman, Gillan, Jun, 2012] придерживаются той же позиции, но проводят анализ занятости только в отношении независимых и неисполнительных директоров. Широко дискутируется вопрос о том, сколько позиций могут занимать директора в советах различных компаний, т.е. каков критерий занятости. Большинство исследователей развитых рынков определяют директора как занятого в случае, если член СД присутствует в советах директоров *трех и более компаний* [Cashman, Gillan, Jun, 2012; Fich, Shivdasani, 2006]. Авторы [Cashman, Gillan, Jun, 2012] рассуждают о том, что в последующих исследованиях нецелесообразно пытаться использовать и как-то обосновывать другие критерии занятости директоров, нежели тот, что уже широко применялся в литературе, а именно занятие директором *трех и более директорских позиций*. Они утверждают, что такой критерий занятости является наиболее адекватным, разделяя в целом точку зрения Бенсон с соавторами [Benson et al., 2014] и уточняя данное определение — член СД занимает *три и более внешние директорские позиции*.

Однако, на наш взгляд, само понятие занятости директора является неоднозначным и не может иметь единого толкования в связи с институциональными особенностями, кросскультурными различиями, разнообразными практиками бизнеса, культурой и уровнем корпоративного управления, спецификой корпоративного законодательства в разных странах. Так, утверждение авторов работы [Cashman, Gillan, Jun, 2012] о *трех директорских постах* как критерии отнесения директора к категории занятого, может не подойти к анализу советов директоров компаний на развивающихся рынках. Как будет показано далее, для ряда развивающихся рынков нередкой является ситуация, когда директор занимает *десять и более постов* в советах различных компаний.

Что касается самого совета директоров, то, согласно исследованию [Fich, Shivdasani, 2006], СД классифицируется как занятый, если более 50 % его *незави-*

симых членов являются занятыми директорами, занимающими три и более директорских позиции. Такой же критерий занятости совета предложен в работе [Benson et al., 2014].

Отвечая на вопрос о том, какие директора обычно являются занятыми, можно привести результаты исследования авторов [Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003], которые отмечают, что занятые директора — это лица, в среднем старшие по возрасту, чем директора, не относящиеся к данной категории. Они, как правило, являются внешними директорами, занимают исполнительные должности топ-менеджеров в других компаниях, банкиров или выступают консультантами. Согласно исследованию [Perry, Peyer, 2005], наиболее предпочтительными кандидатами во внешние, прежде всего независимые, члены СД после осуществления реформ корпоративного управления 2002 г. стали CEO и другие исполнительные менеджеры компаний.

Насколько распространена множественность директорских позиций? Например, в работе [Sarkar, Sarkar, 2009] исследовались крупные индийские компании в 2002–2003 гг. Авторы показали, что совмещение позиции директора с 10–20 постами в других компаниях является для них обычной практикой. По их утверждению, такая ситуация характерна для целого ряда развивающихся экономик. В то же время в исследовании [Li, Wang, Dong, 2013], изучавшем все торгуемые нефинансовые компании Китая в 2007–2010 гг., сделан вывод о том, что в среднем директора компаний выборки занимают две позиции, а критерию занятости удовлетворяют 44 % советов директоров. При этом наиболее распространенным является наличие двух директорских постов у одного директора, максимальное число позиций — 11. Отметим, что в исследовании были изучены 6455 советов директоров.

Что касается распространенности совмещения директорских позиций в компаниях на развитых рынках, то исследователи сходятся во мнении относительно небольшой частоты таких совмещений. Авторы работы [Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003], проведя исследование на выборке из 3 тыс. компаний США, установили, что в 1995 г. 85 % директоров компаний выборки занимали только одну позицию в СД, а 10 % директоров — два директорских места. В работе [Ferris, Jagannathan, 2001], в которой анализировались советы директоров более 6 тыс. компаний США и Канады по данным за 1995 г., представлены сведения о том, что только 13 % директоров в компаниях выборки имели более одной директорской позиции. В работе [Fich, Shivdasani, 2006], исследовавшей компании США, входившие в рейтинг Fortune-500 в период с 1989 по 1995 г., было обнаружено, что 52 % директоров компаний выборки являются занятыми и критерию занятости удовлетворяет 21 % советов.

Рядом экспертов и руководителей компаний признано, что занятость директоров может негативно влиять на благосостояние собственников, поэтому многие фирмы ввели ограничения на занятие членами СД директорских позиций в других компаниях [Falato, Kadyrzhanova, Lel, 2014]. Подобные ограничения рекомендуются некоторыми профессиональными ассоциациями. Этот вопрос особенно

остро стоит в компаниях, где в капитале участвуют институциональные инвесторы, являющиеся «поборниками» соблюдения лучших практик корпоративного управления. Сводный кодекс совета по финансовой отчетности (Combined Code of Financial Reporting Council) Великобритании рекомендует, чтобы исполнительные менеджеры компании не занимали более одной директорской позиции в других компаниях [The Combined Code..., 2003]. В США Национальная ассоциация корпоративных директоров и Совет институциональных инвесторов приняли резолюции, согласно которым целесообразно устанавливать ограничения на число занимаемых директорами публичных компаний внешних директорских позиций [Benson et al., 2014]. Национальная ассоциация корпоративных директоров (National Association of Corporate Directors) в 2011 г. рекомендовала директорам посвящать по крайней мере 228 часов в год работе в одном совете директоров. Очевидно, что при такой загруженности достаточно сложно выделять время для работы в нескольких СД. Следуя рекомендациям профессиональных ассоциаций, в 2011 г. 74 % компаний США, входивших в индекс S&P-500, установили ограничения на число директорских мест, занимаемых членами советов директоров [Field, Lowry, Mkrtchyan, 2013]. В Китае в 2001 г. было введено ограничение на число директорских мест, занимаемых директорами в других компаниях. Так, согласно регулирующим нормам, независимый директор должен занимать не более пяти мест в СД компаний, чтобы у него было достаточно времени и энергии для выполнения своих обязанностей. «Принципы корпоративного управления ОЭСР» формально не вводят ограничение на число позиций, которые может занимать директор в советах различных компаний, однако определяют следующее: «Члены совета директоров должны быть в состоянии эффективно справляться со своими обязанностями» [Принципы корпоративного управления..., раздел 6, п. Д3]. Членство в советах директоров слишком большого числа компаний может негативно отражаться на результатах работы директоров.

Согласно российскому Кодексу корпоративного управления ЦБ РФ 2014 г., «члены совета директоров должны иметь достаточно времени для выполнения своих обязанностей». Причем в кодексе не только указывается, что добросовестное и эффективное выполнение обязанностей подразумевает наличие у члена СД достаточного времени для работы в совете и его комитетах, но и дается следующая рекомендация: «Членам совета директоров рекомендуется уведомлять совет директоров общества о намерении занять должность в составе органов управления иных организаций и незамедлительно после избрания (назначения) в органы управления иных организаций — о таком избрании (назначении)» [Кодекс корпоративного управления, 2014, п. 2.6.3]. При этом кодекс не содержит указания на конкретное число внешних позиций, которые может занимать член СД. Ряд компаний также прописывает в своих документах, регламентирующих корпоративное управление, что совмещение членами совета директоров должностей в органах управления иных организаций допускается только с согласия совета директоров.

Как множественность директорских позиций связана с характеристиками деятельности компаний? Каким компаниям наиболее свойственно выбирать в свои советы занятых директоров? Ответы на эти вопросы очень важны для анализа того, заинтересованы ли сами компании в избрании в свои советы директоров, совмещающих позиции в различных компаниях.

В ряде исследований обнаружено, что крупные компании, являющиеся более прибыльными и имеющие большое число директорских мест, особо склонны приглашать в свои СД занятых директоров. К такому выводу пришли, например, авторы работы [Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003], отметив также, что максимум возможностей получить предложения о директорских позициях в других компаниях имеют директора, которые занимают должности в советах директоров большого размера в крупных компаниях. В свою очередь, результаты исследования на выборке компаний США, входивших в 1990 г. в индекс S&P-500 [Booth, Deli, 1996], указывают на то, что крупные фирмы нуждаются в более обширной сети контактов, а занятые директора позволяют компании устанавливать контакты с контрагентами — потребителями и поставщиками, используя свои связи.

Кроме того, директора крупных корпораций могут восприниматься деловым сообществом как более опытные, обладающие более широкими компетенциями ввиду их работы в компаниях с диверсификацией видов деятельности. Авторы исследования [Field, Lowry, Mkrtchyan, 2013] на выборке венчурных компаний США, осуществивших IPO в период с 1996 по 2008 г. (1331 компания), установили, что компании, которые провели первоначальное публичное размещение, номинируют в свои советы занятых директоров обычно после осуществления такого размещения. К числу причин такой ситуации относят то, что у руководителей компаний, которые ранее не выходили на публичные рынки капитала, может быть мало управленческого опыта, прежде всего связанного с публичным статусом компании, — это касается взаимоотношения с институциональными инвесторами, общения со СМИ, взаимодействия с аналитиками, совершения структурных сделок, выпуска публичных долговых обязательств. Поэтому таким компаниям необходимы опытные директора, которые могут предоставить соответствующие консультации. Также подчеркивается, что новичкам на рынке IPO не столь необходим эффективный мониторинг менеджмента, сколь важен управленческий опыт директоров.

Таким образом, избрание занятых директоров в свои наблюдательные советы свойственно прежде всего крупным компаниям либо компаниям, осуществляющим крупные структурные сделки, например выход на публичный рынок акций.

Не менее важные вопросы, которыми задаются исследователи и практики, касаются того, почему директора занимают позиции в советах нескольких, а подчас даже многих компаний и какие выгоды приносит им такое совмещение? Считать, что причина этого — только получаемое за работу в СД вознаграждение, было бы упрощением, имея в виду, что в большинстве случаев занятость директора означает его востребованность и многие из таких директоров являются ис-

полнительными менеджерами крупных компаний, получающими значительное вознаграждение.

Ю. Фама и М. Дженсен [Fama, Jensen, 1983], опираясь на *гипотезу репутации*, отметили, что директора, которые являются эффективными с точки зрения мониторинга, вознаграждаются тем, что их репутация на внешнем рынке растет и их приглашают на дополнительные директорские позиции. Согласно данной гипотезе, занятые директора являются компетентными консультантами и наблюдателями за деятельностью менеджмента [Benson et al., 2014]. Именно репутация выступает основным мотивационным механизмом для директора, побуждающим занимать дополнительные позиции в советах. В результате уже сами множественные директорские позиции сигнализируют внешней среде о том, что данные лица являются профессионалами высокого уровня и должны быть востребованы на рынке труда. Иными словами, тот факт, что компетенции директора востребованы сразу несколькими фирмами, несет в себе позитивный сигнал рынку о талантах и опыте данного управленца [Masulis, Mobbs, 2014].

С точки зрения другой функции совета директоров — консультационной — директора должны обладать достаточным опытом, знаниями, компетенциями, информацией, чтобы принимать взвешенные стратегические решения. Важно, чтобы члены СД, заинтересованные в поддержании высокой репутации, были максимально сфокусированы на компании, уделяя большое внимание мониторингу, поскольку для них эти посты являются ценными, приносят еще больше престижа, связей, деловых контактов для эффективного осуществления консультационной функции. Поэтому востребованные директора будут выбирать те компании, которые несут большую ценность для их репутации, ввиду ограниченности времени и энергии, которые они могли бы потратить на работу в различных СД [Masulis, Mobbs, 2014]. Согласно [Booth, Deli, 1996], работа в СД других компаний позволяет директорам и СЕО сравнивать политику управления и управленческие практики своей компании с ситуацией в других фирмах, внедрять новые стили управления, почерпнутые из опыта других компаний, получать консультационную помощь других управленцев, с которыми они работают в других советах, и т. д. Иными словами, директора могут выигрывать от наличия дополнительных позиций в советах других компаний посредством приобретения опыта, новых деловых контактов, идей для управления бизнесом и в целом для личного развития.

Таким образом, рассматривая концепцию занятости с позиции мотивов для самих директоров, необходимо анализировать ситуацию, исходя из опыта информационного ресурса, связей, широкого набора компетенций, репутации, приобретаемых директорами благодаря такой занятости.

Ввиду распространенности совмещения директорских позиций важен анализ того, каким образом подобного рода совмещения связаны с финансовой результативностью деятельности компании, ее ценностью и способствуют ли они росту благосостояния акционеров.

ИССЛЕДОВАНИЯ ВЗАИМОСВЯЗИ ЗАНЯТОСТИ ДИРЕКТОРОВ И ФИНАНСОВОЙ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ НА РАЗВИТЫХ РЫНКАХ

Исследования взаимосвязи занятости директоров и результатов деятельности компаний могут проводиться по двум взаимосвязанным направлениям. В первом — с позиции деятельности компании, исполнительные директора которой (в большинстве случаев исследуется занятость CEO) заседают в советах других компаний. В данном случае речь идет о том, насколько компания выигрывает или проигрывает от занятости своего топ-менеджера. Что касается второго направления, то выявляются преимущества и недостатки занятости внешних (неисполнительных) директоров для компаний, в СД которых они участвуют. Иными словами, изучается взаимосвязь финансовых результатов деятельности, с одной стороны, с занятостью исполнительных директоров, а с другой — с множественностью директорских позиций, занимаемых неисполнительными директорами компании. В данной работе авторы фокусируются на исследовании проблемы «занятости» внешних директоров с точки зрения взаимосвязи с финансовой результативностью крупных сделок, финансовыми показателями деятельности и в целом ценностью компаний. Изучение того, насколько совмещение должности генерального директора компании с директорскими позициями в других фирмах может приносить пользу самой компании, в которой данное лицо занимает пост высшего исполнительного менеджера, является направлением дальнейших исследований.

Назначение на несколько позиций может быть результатом того, что компания, в которой ранее человек работал в качестве директора или топ-менеджера, добилась высоких результатов и это позитивно повлияло на его репутацию. Следовательно, можно предположить, что данный кандидат может внести вклад в успешность деятельности других компаний, в которые его приглашают в качестве директора. В работе [Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003] показано, что существует положительная взаимосвязь финансовых результатов деятельности компании в предыдущие годы и числом мест в других СД тех директоров, которые участвовали в совете директоров данной компании. Авторы полагают, что фирма, выдвигающая для избрания в совет директора с несколькими директорскими позициями, сигнализирует о позитивной будущей прибыли. Таким образом, если компания ранее была успешна, то она склонна привлекать в совет директоров лиц, занимающих несколько директорских позиций, что повышает ценность фирмы и является предпосылкой будущих положительных результатов деятельности. Можно предположить востребованность высшего исполнительного менеджера компании, которая являлась успешной с точки зрения показателей финансовой эффективности, в наблюдательных советах других фирм. В то же время в исследовании [O'Sullivan, 2009] предполагалась, но не была обнаружена взаимосвязь между финансовыми результатами деятельности в предыдущие годы (средний

показатель доходности на инвестированный капитал и средний коэффициент соотношения рыночной и балансовой стоимости за последние три года) и числом директорских позиций, которые занимает CEO данной компании в других фирмах и вероятностью занятия этих дополнительных позиций.

Таким образом, успешность компаний, вероятно, выступает в качестве определенной рекламы для ее топ-менеджеров и членов СД. И, наоборот, признание участниками рынка деятельности компании неэффективной может негативно отразиться на имидже ее руководства. Здесь речь может идти не только о финансовых результатах деятельности, но и о любых существенных событиях в жизни компаний, способных повлиять на ее имидж. В частности, успешно проведенное IPO дает «зеленый свет» на рынке топ-менеджеров и членов СД руководителям компании, с участием которых оно проводилось. При провале первоначального (IPO) или вторичного (SPO) размещения акций, т. е. недоразмещении выпуска или отрицательной премии первого дня, репутация высшего исполнительного менеджера может пострадать. Безусловно, если при этом не было негативных факторов со стороны рынка, которые могли иметь место во время подготовки публичного размещения, что происходило, например, в период кризиса 2008–2009 гг. и затронуло большое число компаний.

Сказанное справедливо и в отношении репутации компании в связи с проводимой дивидендной политикой. С. Каплан и Д. Рейшус [Kaplan, Reishus, 1990] сравнили результаты 80 американских компаний, снижавших дивиденды в период с 1979 по 1983 г., и тех компаний, которые не проводили такое сокращение. Авторы выяснили, что топ-менеджеры фирм, в которых наблюдалось снижение размера дивидендных выплат, имели меньший шанс получить дополнительные позиции в качестве директоров. В исследовании [Brickley, Linck, Coles, 1999] авторы изучали назначения CEO на директорские позиции на выборке из 257 компаний США за 1989–1993 гг. Было выявлено, что результаты деятельности компании в период до выхода CEO на пенсию взаимосвязаны с тем числом директорских мест, которые генеральный директор занимает после выхода на пенсию. С. Гилсон [Gilson, 1990] на выборке в 111 публичных компаний США, испытывавших серьезные финансовые затруднения в 1979–1985 гг., обнаружил, что директора, сидящие в советах таких компаний, занимают меньше директорских позиций в будущем. Таким образом, успешность компании и ее финансовой политики является детерминантой привлечения CEO и членов совета директоров в СД других компаний.

Автор исследования [Shivdasani, 1993] установил, что внешние директора компаний, являющихся мишенями в сделках враждебных поглощений, занимают меньшее количество директорских постов, чем директора компаний, которые не были объектами недружественных сделок по поглощениям. Такой вывод получен на основе анализа 214 компаний США, явившихся мишенями в сделках враждебных поглощений, которые сравнивались с тем же числом компаний, не участвовавших в подобных сделках, в 1980–1988 гг.

Теперь рассмотрим ситуацию с противоположной стороны: каким образом избрание в советы занятых директоров может повлиять на результативность существенных транзакций, проводимых компанией, и в целом быть связано с результатами ее деятельности? В этой связи следует отметить исследование Дж. Коттера с соавторами [Cotter, Shivdasani, Zenner, 1997], свидетельствующее о том, что если в советах директоров компании-цели в сделке поглощения участвуют лица с множественными директорскими позициями, то премия выплачивается более высокая. Данное исследование было основано на анализе 229 предложений о приобретении американских компаний, имевших место в 1988–1993 гг. Аналогично компании-поглотители получают более высокую доходность в сделках поглощения, если в их советах участвуют директора с несколькими директорскими позициями. К такому результату пришли авторы работы [Harris, Shimizu, 2004], изучившие 143 крупные сделки по слияниям и поглощениям в США в период с 1981 по 1989 г. Следовательно, в сделках поглощений выгоду от наличия занятых директоров в советах получают и компании-цели, и компании-поглотители. Однако авторы работы [Li, Ang, 2000], основываясь на результатах своего исследования 121 компании США, ставшей объектом сделки по слияниям в 1989–1993 гг., не нашли подтверждения ни одной из гипотез о взаимосвязи числа занимаемых директорских позиций и результативности сделок по слияниям, выраженной через размер выплачиваемой премии. Отметим, что анализ был проведен для 1195 директоров.

Позднее, исследуя роль занятых директоров в процессах слияний и поглощений, Бенсон с соавторами [Benson et al., 2014] изучили 54 сделки по слияниям и поглощениям между компаниями США с 1997 по 2008 г. и пришли к интересному выводу. Влияние, которое могут оказать занятые члены СД на показатели результативности в сделках M&A, различается в зависимости от категории директора. Если директор компании является одновременно CEO компании-поглотителя, то для таких компаний премии, выплачиваемые в сделках слияний, ниже, потому что данная категория директоров заботится об интересах своих акционеров и их благосостоянии. Когда в компании-поглотителе занятые директора являются внешними (неисполнительными), то, как обнаружено в исследовании, такая занятость не имеет взаимосвязи с ценой, выплачиваемой при осуществлении сделки. В то же время для компании-мишени занятость CEO, являющегося одновременно членом СД, связана с более низкой получаемой премией при сделке слияния (поглощения). Исследователями предложено следующее объяснение данного факта: в таком случае может обостряться агентская проблема, выражающаяся в том, что CEO компании-мишени может преследовать личные интересы в ущерб интересам акционеров поглощаемой компании, например договариваясь с руководством компании-поглотителя о сохранении своего места в СД [Benson et al., 2014].

Р. Масулис и С. Моббс [Masulis, Mobbs, 2014], изучавшие множественные директорские позиции независимых директоров американских компаний, входив-

ших в индекс S&P-500 в период с 1998 по 2006 г., представили эмпирические свидетельства того, что компании, CEO которых занимают внешние директорские позиции, демонстрируют более высокие результаты операционной деятельности. Согласно гипотезе репутации, те компании, где больше директоров, занимающих множественные позиции, агентские издержки ниже и реже принимаются решения по поглощениям, которые могут разрушать ценность фирмы. К такому выводу пришли авторы работы [Chen, Lai, Chen, 2015] на основе анализа сделок слияний и поглощений в США. В выборку исследования вышли 2956 объявлений о сделках M&A, сделанных 1169 компаниями в период с 1999 по 2013 г.

Теория ресурсной зависимости, разработанная Д.Пфеффером и Д.Саланчиком, утверждает, что организации зависимы от внешней среды [Pfeffer, Salancik, 1978]. Согласно данной теории, директора, совмещающие позиции в нескольких советах директоров, способны привлечь необходимые ресурсы в компанию, включая поставщиков и потребителей, и тем самым принести ей дополнительные выгоды [Pfeffer, 1972; Mizruchi, Stearns, 1994; Booth, Deli, 1996]. Таким образом, директора, имеющие несколько совмещенных позиций, могут способствовать повышению рыночной ценности компании. Ряд исследований в этой связи выявил, что занятые директора действуют в интересах акционеров, оказывая положительное влияние на деятельность компании.

В работе [Field, Lowry, Mkrtchyan, 2013] также подтверждено предположение, что деятельность занятых директоров может способствовать росту ценности компании. Несмотря на то что такие директора могут быть не столь эффективными с точки зрения мониторинга деятельности топ-менеджмента, их опыт и обширные связи позволяют им выступать в роли хороших консультантов, как, например, это происходит при подготовке первоначального публичного предложения акций. Кроме того, обнаружено, что занятые директора чаще являются членами различных комитетов СД и, в случае участия такого директора в комитете по вознаграждениям, CEO данных компаний получают в среднем более низкое вознаграждение. В [Cashman, Gillan, Jun, 2012] найдена зависимость между числом директорских мест и числом комитетов, в которых участвует директор. Если директор занимает больше директорских позиций, то и число комитетов СД, в которых он работает, больше, что в очередной раз подтверждает гипотезу репутации [Cashman, Gillan, Jun, 2012]. Занятые директора являются более востребованными не только для участия в работе совета в целом, но благодаря их компетенциям и опыту востребовано также их экспертное мнение в деятельности различных комитетов.

В ряде исследований выделяется роль занятых директоров в повышении ценности фирмы за счет связей и контактов, которые директора приносят в компанию. Они обеспечивают доступ компании к информации и связям, которые могут помочь фирме в достижении ее стратегических целей (см., напр.: [Field, Lowry, Mkrtchyan, 2013; Sarkar, Sarkar, 2009]). Положительная взаимосвязь между занятостью директоров и рыночной капитализацией компании была выявлена в работе

[Omer, Shelley, Tice, 2014], где применен социально-сетевой анализ для исследования сетей занятых директоров и их взаимосвязи с ценностью компании, на выборке из 4255 компаний из разных стран, входящих в базу Compustat, в период с 2004 по 2010 г.

Несмотря на то что авторы многих работ находят подтверждение гипотезы репутации и подчеркивают значительную роль, которую занятые директора могут вносить в увеличение ценности компании, существуют исследования, подтверждающие справедливость *гипотезы занятости*. Основной посыл данной гипотезы состоит в том, что занятый директор, обладая несколькими позициями в советах, может оказаться недостаточно эффективным в своей деятельности, поскольку перегруженность и занятость могут отрицательно отражаться на его возможности контролировать топ-менеджмент [Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003].

Некоторые исследователи выявили взаимосвязь между занятостью директоров и вознаграждением топ-менеджмента компаний. Они предполагают, что занятость директоров может приводить к неэффективному корпоративному управлению, что выражается в обострении агентской проблемы, а агентские конфликты, в свою очередь, могут быть связаны с избыточным вознаграждением топ-менеджмента. Такие выводы были получены в работе [Core, Holthausen, Larcker, 1999] на выборке из 205 публичных компаний США за 1982–1984 гг., а также подтверждены в [Shivdasani, Yermack, 1999], где изучали назначения на директорские посты в американских компаниях, входивших в 1995 г. в список Fortune-500 за период с 1994 по 1996 г.

Как отмечалось выше, на внешние директорские позиции чаще избирают CEO и других исполнительных менеджеров компаний. Недостаток времени у данных лиц для выполнения обязанностей членов СД может явиться потенциальной проблемой. Управленческие возможности CEO имеют свои пределы, и совмещение данной позиции с директорскими постами в других компаниях серьезно ограничивает его способность уделять достаточно времени и сил работе в своей компании [Perry, Peyer, 2005]. Кроме того, исполнительные менеджеры, занимающие директорские позиции в других компаниях, могут преследовать собственные цели за счет благополучия своей компании ради престижа, который они приобретают благодаря дополнительным директорским позициям. Это может сподвигнуть высших исполнительных лиц компании занимать большее число внешних позиций в СД, чем то, которое акционеры их компании сочли бы оптимальным.

Кроме того, снижение эффективности мониторинга может отрицательно сказаться на ценности компании.

Авторы работы [Fich, Shivdasani, 2006] пришли к выводу о том, что фирмы, в которых директора занимают несколько директорских позиций в других компаниях, имеют более низкий показатель отношения рыночной стоимости к балансовой стоимости, по сравнению с теми компаниями, в чьих советах независимые директора не являются занятыми. Этим фирмам свойственны более низкие показатели рентабельности активов, оборачиваемости активов и рентабельности

продаж. Причем такие фирмы менее склонны увольнять CEO при неблагоприятных результатах деятельности. В этом исследовании формулируется интересный вывод о том, что если директор, находящийся в СД определенной фирмы, объявляет о принятии третьей внешней позиции в других СД, то ценность таких фирм снижается. Получается, что чем более занят директор, тем более негативно это сказывается на ценности компании. Исследователи тем самым подтверждают гипотезу занятости, объясняя такой эффект тем, что занятые директора имеют меньше возможностей для эффективного мониторинга и консультирования менеджмента. К аналогичным выводам приходят и авторы работы [Andres, Bongard, Lehmann, 2013], которые на выборке 133 компаний Германии за период с 2003 по 2006 г. обнаружили, что компании, советы директоров которых активно вовлечены в социальные сети директоров, имеют более низкие показатели финансовой результативности и более высокое вознаграждение топ-менеджеров. Они считают, что сама занятость (авторы измеряют ее как число директорских позиций) не имеет такого большого значения, как качество дополнительных директорских мест, вовлеченность директора в социальную сеть. Некоторые авторы приходят к заключению о негативном эффекте, оказываемом наличием сетей директоров ввиду того, что такие сети создают скорее возможности для извлечения директорами частных выгод контроля, чем информационные преимущества для компаний (см., напр.: [Goergen, Renneboog, 2014]).

В исследовании [Cashman, Gillan, Jun, 2012] обнаружена отрицательная взаимосвязь занятости СД и ценности компании, измеренной с помощью коэффициента Тобина на выборке американских компаний, входивших в индекс S&P-500, что подтверждает выводы исследования [Fich, Shivdasani, 2006]. Однако для выборки компаний США, не входящих в индекс S&P-500, данная взаимосвязь является положительной, и здесь авторы соглашаются с выводами работы [Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003], где также в выборку были включены компании США, не являвшиеся крупнейшими. В исследовании [Cashman, Gillan, Jun, 2012] сделан вывод о том, что положительная взаимосвязь указанных показателей наблюдается для небольших компаний.

Необходимо подчеркнуть еще одно важное обстоятельство, которое может препятствовать эффективному выполнению занятыми директорами своих обязанностей. Как отмечалось, такие директора, как правило, являются CEO или другими топ-менеджерами, активно вовлеченными в деятельность своих компаний, и просто очень занятыми людьми. Соответственно, у них нет времени и возможности быть столь же информированными о деятельности тех компаний, в СД которых они заседают, по сравнению с другими внешними и тем более внутренними директорами. Возникает проблема информационной асимметрии, вследствие чего затрудняется перенос ценного опыта этой категории директоров в компании, где они заседают в СД в качестве внешних директоров [Chen, Lai, Chen, 2015]. По мнению Е. Фамы и М. Дженсена [Fama, Jensen, 1983], для того, чтобы быть достаточно информированными, внешним директорам необходимо опираться на

СЕО и других инсайдеров, которые должны обеспечивать их специфической информацией о деятельности фирмы. Однако, как утверждают С. Армстронг с соавторами [Armstrong, Guay, Weber, 2010], передача информации от инсайдеров к внешним директорам связана с высокими издержками и, как правило, является неполной. Поэтому у внешних директоров возникает потребность в приобретении дополнительных компетенций для получения необходимой информации. В такой информированности внешних директоров могут быть не заинтересованы инсайдеры из-за опасения более пристального мониторинга их деятельности и невозможности извлекать частные выгоды контроля [Adams, Ferreira, 2007]. Поэтому внешние директора в процессе своей деятельности должны стремиться к тому, чтобы побуждать СЕО и других инсайдеров раскрывать полную информацию. Кроме того, они должны уметь сбалансированно подходить к одновременному выполнению функций мониторинга и консультирования, что тоже требует дополнительных затрат. Как заключают авторы работы [Chen, Lai, Chen, 2015], пока директора не достигнут зрелости в своих компетенциях, они не смогут быть эффективными внешними директорами.

В исследовании [Jiraporn et al., 2009] рассмотрена проблема посещаемости директорами заседаний СД и их комитетов на выборке из 1510 американских компаний в период с 1998 по 2003 г. Обнаружено, что занятые директора в результате возложения на себя чрезмерных обязательств склонны чаще пропускать заседания СД. Поэтому существует обратная взаимосвязь занятости директора и вероятности посещения им таких мероприятий. Этот факт еще раз подтверждает гипотезу занятости. Следует отметить полученный исследователями вывод о лучшей посещаемости заседаний занятыми членами СД американских компаний в период после введения закона Сарбейнса—Оксли в 2002 г., что может объясняться повышением внимания регуляторов к роли директоров. Однако это только предположение, поскольку после введения нового закона прошел только один год.

К интересным выводам относительно посещаемости заседаний пришли Р. Масулис и С. Моббс [Masulis, Mobbs, 2014], которые изучали множественность позиций независимых директоров в компаниях, входящих в индекс S&P-500, в период с 1997 по 2006 г. Исследователи проранжировали компании, в СД которых заседали занятые директора по рыночной капитализации, присвоив каждой из них рейтинг. Они пришли к выводу о том, что директора менее склонны пропускать заседания в компаниях, стоящих выше в их рейтинге директорства (по критерию рыночной капитализации): причем чем выше рейтинг, тем лучше посещаемость. Кроме того, согласно исследованию [Fahlenbrach, Low, Stulz, 2010], в котором изучалось назначение независимых директоров на посты членов СД в компаниях США в период с 1989 по 2002 г. (всего было рассмотрено 26 231 назначение в 5400 компаниях), авторы в [Masulis, Mobbs, 2014] на выборке американских компаний из индекса S&P-1500 обнаружили, что директора менее склонны покидать посты в СД компаний, оцениваемых ими как высокорейтинговые.

Такие директора с большей легкостью уходят с директорской позиции в низко-рейтинговых компаниях, особенно если в них возникают финансовые проблемы. По всей видимости, это может быть связано с негативным репутационным эффектом, который может иметь работа в СД таких компаний. Еще один важный результат, который следует из работы [Masulis, Mobbs, 2014], касается проблемы взаимосвязи занятости директоров и финансовой результативности компании. Авторы сделали вывод о том, что в компаниях с более высокой долей независимых директоров, для которых эта компания имеет высокий рейтинг с позиции рыночной капитализации, наблюдаются более высокие результаты операционной деятельности и коэффициент Тобина.

Гипотеза занятости может служить объяснением негативного эффекта, оказываемого занятостью директоров в процессе сделок слияний и поглощений. Это происходит потому, что занятые директора не осуществляют эффективного мониторинга менеджеров ввиду недостаточности временного ресурса. Менеджеры используют такую ситуацию для получения собственных выгод, проявляют управленческий оппортунизм, и при сделках слияний и поглощений имеет место ущемление интересов акционеров компаний, вовлеченных в сделку.

Принимая во внимание разделение исследователей на тех, которые полагают, что занятые директора могут принести дополнительную ценность компании, и тех, кто считает, что занятость может нанести ущерб результативности деятельности компании, ряд авторов высказали предположение о наличии нелинейной взаимосвязи множественных директорских позиций и различных показателей деятельности компании. Так, в работе [Ahn, Jiraporn, Kim, 2010] обнаружено, что взаимосвязь занятости директоров и финансовой результативности компании незначима до тех пор, пока число директорских позиций не достигнет определенного уровня, после чего зависимость становится отрицательной. Они установили, что занятость директоров изучалась с позиции ее взаимосвязи с результативностью сделок поглощений компаний США в период с 1998 по 2003 г. на выборке из 1207 сделок.

В то же время Чен с соавторами в своем исследовании [Chen, Lai, Chen, 2015] поставили вопрос о том, что взаимосвязь занятости директоров и результативности деятельности компаний может иметь разный характер, в том числе и потому, что в разные периоды времени изменения в регулятивной базе могут оказывать различное влияние. Они впервые исследовали проблему занятости директоров не только с точки зрения ее взаимосвязи с результатами деятельности компаний, но и с учетом того, как изменения в законодательной базе регулирования в целом могут повлиять на эффект, оказываемый совмещением директорских позиций. Авторы исследуют проблемы занятости директоров в период до и после введения в действие закона Сарбейнса—Оксли в США. В частности, они приходят к выводу, что число внешних директорских позиций имеет нелинейную взаимосвязь с финансовой результативностью: при низкой и высокой занятости директоров имеет место обратная взаимосвязь с результативностью, в остальных случаях

наблюдается положительная взаимосвязь с показателями деятельности. Данный характер взаимосвязи относится исключительно к периоду до введения закона Сарбейнса—Оксли. В дальнейшем, после осуществления крупных законодательных реформ корпоративного управления, зависимость между указанными показателями является квадратичной.

ИССЛЕДОВАНИЯ ВЗАИМОСВЯЗИ ЗАНЯТОСТИ ДИРЕКТОРОВ И ФИНАНСОВОЙ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ

Как отмечалось выше, большинство исследований по проблемам совмещения директорских позиций проведено на выборках компаний из США и других развитых стран, причем доминируют публикации по компаниям США. Что касается развивающихся рынков, то существует не так много работ по проблематике занятости директоров, анализу сравнительных преимуществ и издержек, которые может иметь совмещение директорских позиций [Sarkar, Sarkar, 2009].

Авторы [Chen, Lai, Chen, 2015], не претендуя на полноту проведенного ими сравнительного анализа, суммируют результаты исследований по взаимосвязи занятости директоров и финансовой результативности компаний, ссылаясь на 10 работ в авторитетных финансовых журналах. Восемь из них посвящены исследованию компаний США, и лишь две выполнены на выборках компаний из Индии и Гонконга. Этот пример показывает недостаточность исследований на развивающихся рынках, которые можно было бы обобщить, а также провести сравнительный анализ, подтвердить или отвергнуть существующие теоретические гипотезы, связанные с проблемой множественности директорских позиций.

Важно подчеркнуть, что в развитых странах, прежде всего в США и Великобритании, ассоциации институциональных инвесторов склонны вводить ограничения на число дополнительных директорских мест, занимаемых членом СД. Кроме того, сами директора уже готовы к тому, что назначение в несколько советов затруднительно, нецелесообразно, и это мотивирует директоров самих ограничивать число своих назначений. При данных обстоятельствах частота совмещения директорских позиций, вероятно, будет эндогенной и не может иметь большой разброс внутри и между фирмами. Этот факт может вызывать трудности при выявлении взаимосвязи финансовой результативности компаний и занятости директоров [Dahya, McConnell, 2003; Demsetz, Lehn, 1985].

Несмотря на то что исследования практически отсутствуют, множественность директорских позиций на развивающихся рынках встречается значительно чаще, чем в США, и само число дополнительных мест, занимаемых директорами в различных советах, в среднем выше. Рекомендуемые ограничения по количеству назначений в СД для развивающихся стран также выше, чем те, которые имеют место на развитых рынках. Так, ограничения, существующие в Индии, Малайзии

и Пакистане, имеют диапазон между 10 и 20 назначениями на директорские посты [Sarkar, Sarkar, 2009]. В Индии подобная ситуация с множественностью назначений имеет исторические корни. Начиная с 1940-х гг. по мере развития корпоративного сектора и выхода компаний на фондовые рынки так называемые управляющие агенты, которые помогали компаниям осуществлять публичные размещения, становились членами советов директоров. К 1950 г. число таких позиций у одного лица могло достигать 50, а в целом число директорских назначений, равное 30, было вполне обычным явлением. Позднее были введены законодательные ограничения на число назначений, однако на достаточно высоком уровне — 20 позиций. В 1990-е гг., когда в Индии, как и в других развивающихся странах, проходили реформы корпоративного управления, стали неоднократно вноситься предложения о пересмотре этих лимитов. Тем не менее разнообразные профессиональные ассоциации так и не пришли к консенсусу — предложения по числу позиций, которые максимально может занимать один директор, варьируются в диапазоне от 10 до 20 [Sarkar, Sarkar, 2009].

Для развивающихся рынков типичной является ситуация, когда директор занимает много позиций в советах в связи с ограниченным предложением на рынке труда. Согласно исследованию [Santos, da Silveira, Barros, 2012], основанному на изучении занятости директоров 320 бразильских публичных компаний, в 2003 г. 74 % компаний включали в себя хотя бы одного занятого директора, к 2005 г. их доля снизилась до 68 %. Исследователи обнаружили, что для крупных компаний, имеющих хорошую репутацию и большие советы директоров, включение в состав СД занятых директоров является характерным.

По свидетельству Л. Гутierrezа и С. Помбо [Gutierrez, Pombo, 2011], которые исследовали публичные и непубличные компании Колумбии в период с 2000 по 2006 г., множественность директорских позиций также является распространенным явлением. Согласно этому исследованию, наличие внешних директоров, особенно занятых, в советах публичных компаний положительно влияет на результаты деятельности фирм. Однако, как отмечают авторы, в соответствии с гипотезой занятости, слишком высокая занятость директоров отрицательно сказывается на финансовой результативности компаний. По мнению авторов, этот эффект объясняется тем, что директора, имеющие слишком много обязанностей в связи со своими многочисленными позициями, теряют положенную контролирующую роль. Избыточные обязанности, исполняемые в различных СД, обуславливают поведение, направленное прежде всего на извлечение ренты. Частные непубличные компании и семейные фирмы, согласно выводам из исследования, больше других выигрывают от назначения внешних директоров, благодаря высокой ценности их репутации, знаний, управленческого опыта.

В работе [Sarkar, Sarkar, 2009] авторы проанализировали множественность позиций и занятость директоров на выборке 500 крупнейших компаний Индии в период с 2002 по 2003 г. — как публичных, так и непубличных. Исследователи тестировали наличие взаимосвязи между множественностью позиций испол-

нительных и неисполнительных директоров и финансовой результативностью компании. Кроме того, они проверили предположение о том, отражается ли наличие нескольких назначений на выполнении директором своих обязанностей, а именно на посещении ежегодных собраний акционеров и заседаний СД. Была обнаружена положительная взаимосвязь результативности деятельности компаний, которая была измерена с помощью коэффициента соотношения рыночной и балансовой стоимости, и множественности позиций независимых директоров. Установлено, что исполнительные и независимые директора, которые занимают более трех директорских позиций, чаще посещают заседания СД и общие собрания акционеров, чем директора с меньшим числом директорских позиций. Авторы работы поддерживают *гипотезу качества*, согласно которой занятые директора работают продуктивно, и их деятельность имеет позитивное влияние на финансовую результативность. Авторы также опираются на ресурсную концепцию, соглашаясь с тем, что эти директора обладают большими связями и могут привнести в компанию свои обширные контакты, знания, опыт, способствуя росту ценности фирмы. При этом множественность позиций исполнительных директоров, наоборот, негативно связана с результатами деятельности компании. По мнению авторов, при назначении занятых исполнительных директоров на большое число позиций ценности фирмы может быть нанесен ущерб. Однако в Индии в связи с преобладанием семейной формы бизнеса исполнительные директора достаточно часто назначаются на несколько должностей.

Результаты, полученные по рынку Индии, во многом не согласуются с выводами исследований по компаниям США, упомянутым ранее. Вероятно, это связано со спецификой ряда развивающихся рынков. Культурные и институциональные особенности в таких странах могут способствовать поддержанию множественности директорских назначений, при этом не обязательно в ущерб качеству корпоративного управления в компаниях. Например, в Индии преобладают компании небольшого размера, и лишь немногие из них являются транснациональными. На ряде развивающихся рынков распространен семейный бизнес, и, кроме того, компании объединяются в бизнес-группы. В таких условиях директора, которые имеют назначения в различных компаниях, могут находиться между собой в социальных и семейных связях. Это может иметь синергетический эффект в случае работы директоров в советах нескольких компаний [Kang, Shivdasani, 1995; Khanna, Rivkin, 2001]. Кроме того, в бизнес-среде, характеризующейся высокой степенью неопределенности, свойственной развивающимся странам, взаимосвязанное руководство компаниями помогает добиться координации между организациями и снизить риск неопределенности в отношениях между фирмами [Burt, 1983]. Выгоды от нескольких назначений директоров в разные компании могут быть более очевидными, чем в ситуации развитых рынков. Авторы работы [Li, Wang, Dong, 2013] приходят к выводу, что компании Китая, имеющие множественные директорские позиции в советах, демонстрируют лучшие результаты деятельности, чем компании, не имеющие занятых членов СД.

В исследовании [Santos, da Silveira, Barros, 2012] по рынку Бразилии установлена негативная взаимосвязь между занятостью директоров и рыночной капитализацией компании. Результаты данной работы позволяют утверждать, что не всегда такие выгоды от выдвижения в советы занятых директоров, как более тесные связи с другими компаниями, привлечение опытных директоров и т. д., могут компенсировать потери от менее эффективного мониторинга и более низкого качества принятия решений. Присутствие в советах независимых занятых директоров признается одним из условий соблюдения лучших практик корпоративного управления. Вопрос состоит в том, насколько ценность, которую эти директора приносят в компанию, перевешивает издержки, связанные с избранием слишком большого числа занятых директоров в совет, и насколько занятые директора способны концентрироваться на всех компаниях, в советах которых они работают. До какого предела занятости деятельность директоров является эффективной?

В исследовании проблемы занятости директоров и их роли как консультантов, проведенном на выборке всех турецких публичных компаний, торгуемых на Стамбульской фондовой бирже (за исключением банковского сектора), было обнаружено, что компании не склонны избирать в советы директоров лиц с множественными директорскими позициями и высокими компетенциями в области консультирования для выполнения функции мониторинга [Arioglu, Kaya, 2014]. Исследователи предположили, что занятые директора в компаниях выполняют консультационную функцию эффективнее, чем директора, не относящиеся к этой категории, однако взаимосвязи присутствия в советах директоров, занимающих несколько позиций, и финансовых результатов деятельности компаний установлено не было.

Таким образом, результаты исследований взаимосвязи занятости директоров и финансовой результативности деятельности компаний имеют свои особенности для компаний развивающихся рынков и не всегда соответствуют ожиданиям, основанным на традиционном понимании проявления агентской проблемы. Кроме того, выводы исследований для самих развивающихся рынков также расходятся в связи с тем, что могут существовать различия в культуре управления, специфике моделей корпоративного управления и в факторах, определяющих внешнюю и внутреннюю среду бизнеса в различных странах.

ВЫВОДЫ И НАПРАВЛЕНИЯ ДЛЯ ДИСКУССИИ

Завершая обсуждение темы о занятости директоров и ее взаимосвязи с финансовой результативностью деятельности компании, еще раз подчеркнем, что единого мнения ни у исследователей, ни у практиков по этой проблеме не существует. С одной стороны, директор, занимающий несколько внешних позиций, имеет доступ к большему объему информации из разнообразных источников и возможность приобрести опыт реализации эффективных практик управления,

что становится возможным в том числе и через обширные сети директоров. Тем не менее повышение ценности директора с точки зрения его информационного ресурса и управленческих компетенций не всегда может компенсировать негативные последствия чрезмерной загруженности директоров, переизбытка информации, а также потенциального распространения неэффективного опыта управления. С другой стороны, существует своего рода компенсация потерь от излишней занятости директоров за счет эффектов от их особых талантов и пользы, которую они приносят фирме. Ведь спрос на совмещение позиций директоров, как правило, выше для талантливых кандидатов. Соответственно, проблема занятости изучается именно для избранного круга лиц, деятельность которых, как предполагается, способствует повышению ценности компании.

Есть и другой важный аспект анализа результатов исследований о том, наносит ли занятость советов директоров ущерб компании или, наоборот, добавляет ей ценность. Вполне справедливым представляется мнение авторов работы [Li, Ang, 2000], в соответствии с которыми само по себе число занимаемых директорских позиций, возможно, не влияет на осуществление директором функции мониторинга. Этот показатель не отражает, насколько качественно директор работает, выполняет свои обязанности, и, соответственно, его учет может вести к противоречивым результатам.

Требуется исследование большего числа показателей, связанных с деятельностью совета директоров, для изучения взаимосвязи между множественностью директорских позиций и финансовыми результатами деятельности компаний.

Что же в итоге? Изучая проблему множественности директорских позиций, анализируя преимущества и недостатки занятых директоров, исследователи не приходят к общему мнению, одобряя и в то же время критикуя занятых директоров с различных точек зрения. При этом они не являются голословными, в их рассуждениях используются аргументы, подсказанные теорией и практикой корпоративного управления. По мнению исследователей, директора перегружены и у них не хватает времени на качественное осуществление мониторинга (гипотеза занятости), но в то же время благодаря приобретаемым связям, имиджу и опыту они являются хорошими консультантами (гипотеза репутации, гипотеза качества) и приносят в компанию информацию и другие ценные ресурсы (теория ресурсной зависимости).

Что касается практики корпоративного управления, то целесообразно обратиться к результатам исследований по развивающимся рынкам. В силу институциональных, культурных, исторических особенностей этих стран и специфики корпоративного управления проблема множественности директорских постов в них выглядит иначе, чем на развитых рынках. Наличие трех внешних позиций, столь бурно дискутируемое в отношении компаний Великобритании и США на предмет соответствия лучшим практикам корпоративного управления и возможности должного выполнения директорами их функций, не является существенной проблемой для компаний Индии, где три и даже пять внешних позиций — это

даже не множественность в ее традиционном понимании. На наш взгляд, наряду с рассмотрением совмещения директорских позиций необходимо анализировать другие характеристики деятельности совета директоров, включая его структуру, политику вознаграждения и т. п. Так, в исследовании [Nguyen, 2014], проведенном на выборке компаний США, входящих в индекс S&P-1500 в период с 2006 по 2009 г., изучается взаимосвязь активности работы директоров (выражающейся в частоте посещения заседаний СД, работе в комитетах и участии в их заседаниях) и вознаграждения директоров. Причем вопрос о вознаграждении касается его структуры. Автор приходит к выводу о том, что активность членов СД тем выше, чем больше их вознаграждение привязано к показателям рыночной стоимости акций. Члены СД должны быть мотивированы на принятие решений, направленное на благосостояние компании в долгосрочном аспекте. Возможно, дело не в самой занятости, а в мотивации?

Таким образом, рассматриваемая проблема многолика и противоречива. Безусловно, она должна изучаться с позиции теории корпоративного управления и проявления агентской проблемы. Однако получаемые по компаниям разных стран результаты, на наш взгляд, следует анализировать прежде всего с учетом их институциональных и иных особенностей, модели и проявления лучших практик корпоративного управления именно на конкретном рынке.

В настоящей статье значительное внимание уделено анализу и систематизации имеющихся подходов к исследованию проблематики занятости директоров с целью проведения обоснованного эмпирического исследования, которое расширит представление о том, какие характеристики деятельности советов директоров способствуют повышению их эффективности и в конечном итоге — росту ценности компании.

Занятость директоров — это не просто количественная характеристика, показывающая число совмещаемых директорских позиций. За занятостью прежде всего стоят ресурсы, приносимые директорами в компанию. Какие компетенции членов совета директоров, какие качества и функции являются более приоритетными — мониторинг, консалтинг, связи, репутация, возможность доступа к внешним ресурсам? Что наиболее важно для современных компаний? Эти и другие вопросы следует положить в основу дальнейших исследований в области взаимосвязи между занятостью и различными характеристиками результативности деятельности компаний на развитых и развивающихся рынках.

Литература

- Кодекс корпоративного управления // Вестн. Банка России. 2014. № 40 (1518). 18 апреля.
Лебланк Р., Гиллис Д. Совет директоров — взгляд изнутри. Принципы формирования, управление, анализ эффективности / пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.
Принципы корпоративного управления ОЭСР. URL: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/32159669.pdf> (дата обращения: 15.06.2015).
Adams R. B., Ferreira D. A Theory of Friendly Boards // Journal of Finance. 2007. Vol. 62, N 1. P. 217–250.

- Andres C., Bongard I., Lehmann M. Is Busy Really Busy? Board Governance Revisited // *Journal of Business Finance and Accounting*. 2013. Vol. 40, N 9–10. P. 1221–1246.
- Ahn S., Jiraporn P., Kim Y. Multiple Directorships and Acquirer Returns // *Journal of Banking and Finance*. 2010. Vol. 34, N 9. P. 2011–2026.
- Armstrong C., Guay W., Weber J. The Role of Information and Financial Reporting in Corporate Governance and Debt Contracting // *Journal of Accounting and Economics*. 2010. Vol. 50, N 2–3. P. 179–234.
- Arioglu E., Kaya P.A. Busyness and Advising at Borsa Istanbul Firms. 2014. URL: <http://ssrn.com/abstract=2468858> (дата обращения: 16.06.2015).
- Benson B., Davidson W., III, Davidson T., Wang H. Do Busy Directors and CEOs Shirk Their Responsibilities? Evidence from Mergers and Acquisitions // *Quarterly Review of Economics and Finance*. 2014. Vol. 55, N 3. P. 1–19.
- Booth J., Deli D. Factors Affecting the Number of Outside Directorships Held by CEOs // *Journal of Financial Economics*. 1996. Vol. 40, N 1. P. 91–104.
- Brickley J., Linck J., Coles J. What Happens to CEOs After They Retire? New Evidence on Career Concerns, Horizon Problems, and CEO Incentives // *Journal of Financial Economics*. 1999. Vol. 52, N 3. P. 341–377.
- Brickley J.A., Zimmermann J.L. Corporate Governance Myths: Comments on Armstrong, Guay, and Weber // *Journal of Accounting and Economics*. 2010. Vol. 50, N 2–3. P. 235–245.
- Burt R. Corporate Profits and Cooptation. New York: Academic Press, 1983.
- Cashman G., Gillan S., Jun C. Going Overboard? On Busy Directors and Firm Value // *Journal of Banking and Finance*. 2012. Vol. 36, N 12. P. 3248–3259.
- Chen L.-Y., Lai J.-H., Chen C. Multiple Directorships and the Performance of Mergers & Acquisitions // *The North American Journal of Economics and Finance*. 2015. Vol. 33. July. P. 178–198.
- The Combined Code on Corporate Governance*. Financial Reporting Council. London, 2003.
- Core J., Holthausen R., Larcker D. Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation and Firm Performance // *Journal of Financial Economics*. 1999. Vol. 51, N 3. P. 371–406.
- Cotter J., Shivdasani A., Zenner M. Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth During Tender Offers? // *Journal of Financial Economics*. 1997. Vol. 43, N 2. P. 195–218.
- Dahya J., McConnell J. Outside Directors and Corporate Board Decisions // *Journal of Corporate Finance*. 2003. Vol. 11, N 1–2. P. 37–60.
- Demsetz H., Lehn K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences // *Journal of Political Economy*. 1985. Vol. 93, N 6. P. 1155–1177.
- Falato A., Kadyrzhanova D., Lel U. Distracted Directors: Does Board Busyness Hurt Shareholder Value? // *Journal of Financial Economics*. 2014. Vol. 113, N 3. P. 404–426.
- Fahlenbrach R., Low A., Stulz R. Why Do Firms Appoint CEOs As Outside Directors? // *Journal of Financial Economics*. 2010. Vol. 97, N 1. P. 12–32.
- Fama E., Jensen M. Separation of Ownership and Control // *Journal of Law and Economics*. 1983. Vol. 26, N 2. P. 301–325.
- Ferris S., Jagannathan M. The Incidence and Determinants of Multiple Corporate Directorships // *Applied Economics Letters*. 2001. Vol. 8, N 1. P. 31–35.
- Ferris S., Jagannathan M., Pritchard A. Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments // *Journal of Finance*. 2003. Vol. 58, N 3. P. 1087–1111.
- Fich E., Shivdasani A. Are Busy Boards Effective Monitors? // *Journal of Finance*. 2006. Vol. 61, N 2. P. 689–724.
- Field L., Lowry M., Mkrtchyan A. Are Busy Boards Detrimental? // *Journal of Financial Economics*. 2013. Vol. 109, N 1. P. 63–82.
- Gilson S. Bankruptcy, Boards, Banks and Blockholders // *Journal of Financial Economics*. 1990. Vol. 26, N 2. P. 355–387.
- Goergen M., Renneboog L. Inside the Boardroom // *Journal of Corporate Finance*. 2014. Vol. 28. October. P. 1–5.

- Gutierrez L., Pombo C. Outside Directors, Board Interlocks and Firm Performance: Empirical Evidence from Colombian Business Groups // *Journal of Economics and Business*. 2011. Vol. 63, N 4. P. 251–277.
- Harris L., Shimizu K. Too Busy to Serve? An Examination of the Influence of Overboarded Directors // *Journal of Management Studies*. 2004. Vol. 41, N 5. P. 775–798.
- Hsu H.-H., Wu C. H.-Y. Board Composition, Grey Directors and Corporate Failure in the UK // *British Accounting Review*. 2014, N 46. P. 215–227.
- Jiraporn P., Davidson W., DaDalt P., Ning Y. To Busy to Show Up? Analysis of Directors' Absences // *Quarterly Review of Economics and Finance*. 2009. Vol. 49, N 3. P. 1159–1171.
- Kang J. K., Shivdasani A. Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan // *Journal of Financial Economics*. 1995. Vol. 38, N 1. P. 29–58.
- Kaplan S., Reishus D. Outside Directorships and Corporate Performance // *Journal of Financial Economics*. 1990. Vol. 27, N 2. P. 389–410.
- Khanna T., Rivkin J. Estimating the Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets // *Strategic Management Journal*. 2001. Vol. 22, N 1. P. 45–74.
- Kim K., Mauldin E., Patro P. Outside Directors and Board Advising and Monitoring Performance // *Journal of Accounting and Economics*. 2014. Vol. 5, N 2–3. P. 110–131.
- Li J., Ang J. Quantity Versus Quality of Directors' Time: The Effectiveness of Directors and Number of Outside Directorships // *Managerial Finance*. 2000. Vol. 26, N 10. P. 1–21.
- Li X., Wang J., Dong D. Busy Boards and Corporate Performance // *China Finance Review International*. 2013. Vol. 3, N 2. P. 203–219.
- Masulis R., Mobbs S. Independent Director Incentives: Where Do Talented Directors Spend Their Limited Time and Energy? // *Journal of Financial Economics*. 2014. Vol. 111, N 2. P. 406–429.
- Mizruchi M., Stearns L. A Longitudinal Study of Borrowing by Large American 22 Corporations // *Administrative Science Quarterly*. 1994. Vol. 39, N 1. P. 118–141.
- Nguyen N. On the Compensation and Activity of Corporate Boards // *Journal of Corporate Finance*. 2014. Vol. 29. December. P. 1–19.
- Omer T., Shelley M., Tice F. Do Well-Connected Directors Affect Firm Value? // *Journal of Applied Finance*. 2014. Vol. 24, N 2. P. 17–32.
- O'Sullivan N. Why do CEOs Hold Non-Executive Directorships? An Analysis of the Role of Governance and Ownership // *Management Decision*. 2009. Vol. 47, N 5. P. 760–777.
- Perry T., Peyer U. Board Seat Accumulation by Executives: A Shareholder's Perspective // *Journal of Finance*. 2005. Vol. 50, N 4. P. 2083–2123.
- Pfeffer J. Size and Composition of Corporate Boards of Directors // *Administrative Science Quarterly*. 1972. Vol. 17, N 2. P. 218–228.
- Pfeffer J., Salancik G. The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective. New York: Harper&Row, 1978.
- Santos R., da Silveira A., Barros L. Board Interlocking in Brazil: Directors' Participation in Multiple Companies and Its Effect on Firm Value // *Latin American Business Review*. 2012. Vol. 13, N 1. P. 1–38.
- Sarkar J., Sarkar S. Multiple Board Appointments and Firm Performance in Emerging Economies: Evidence from India // *Pacific-Basin Finance Journal*. 2009. Vol. 17, N 2. P. 271–293.
- Shivdasani A. Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers // *Journal of Accounting and Economics*. 1993. Vol. 16, N 1–3. P. 167–198.
- Shivdasani A., Yermack D. CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis // *Journal of Finance*. 1999. Vol. 54, N 5. P. 1829–1853.

References

- Kodeks korporativnogo upravleniia [The Code of Corporate Governance]. *Vestn. Banka Rossii*, 2014, no. 40 (1518), 18 april. (In Russian)
- Leblank R., Gillis D. *Sovet direktorov — vzgliad iznutri. Printsipy formirovaniia, upravlenie, analiz effektivnosti* [Inside the Boardroom: How Boards Really Work and the Coming Revolution in Corporate Governance]. Transl. from Engl. Moscow, Al'pina Biznes Buks Publ., 2006. (In Russian)
- Printsipy korporativnogo upravleniia OESR* [OECD Principles of Corporate Governance]. Available at: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/32159669.pdf> (accessed 15.06.2015). (In Russian)
- Adams R. B., Ferreira D. A Theory of Friendly Boards. *Journal of Finance*, 2007, vol. 62, no. 1, pp. 217–250.
- Andres C., Bongard I., Lehmann M. Is Busy Really Busy? Board Governance Revisited. *Journal of Business Finance and Accounting*, 2013, vol. 40, no. 9–10, pp. 1221–1246.
- Ahn S., Jiraporn P., Kim Y. Multiple Directorships and Acquirer Returns. *Journal of Banking and Finance*, 2010, vol. 34, no. 9, pp. 2011–2026.
- Armstrong C., Guay W., Weber J. The Role of Information and Financial Reporting in Corporate Governance and Debt Contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, vol. 50, no. 2–3, pp. 179–234.
- Arioglu E., Kaya P. A. *Busyness and Advising at Borsa Istanbul Firms*, 2014. Available at: <http://ssrn.com/abstract=2468858> (accessed 16.06.2015).
- Benson B., Davidson W., III, Davidson T., Wang H. Do Busy Directors and CEOs Shirk Their Responsibilities? Evidence from Mergers and Acquisitions. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 2014, vol. 55, no. 3, pp. 1–19.
- Booth J., Deli D. Factors Affecting the Number of Outside Directorships Held by CEOs. *Journal of Financial Economics*, 1996, vol. 40, no. 1, pp. 91–104.
- Brickley J., Linck J., Coles J. What Happens to CEOs After They Retire? New Evidence on Career Concerns, Horizon Problems, and CEO Incentives. *Journal of Financial Economics*, 1999, vol. 52, no. 3, pp. 341–377.
- Brickley J. A., Zimmermann J. L. Corporate Governance Myths: Comments on Armstrong, Guay, and Weber. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, vol. 50, no. 2–3, pp. 235–245.
- Burt R. *Corporate Profits and Cooptation*. New York, Academic Press, 1983.
- Cashman G., Gillan S., Jun C. Going Overboard? On Busy Directors and Firm Value. *Journal of Banking and Finance*, 2012, vol. 36, no. 12, pp. 3248–3259.
- Chen L.-Y., Lai J.-H., Chen C. Multiple Directorships and the Performance of Mergers & Acquisitions. *The North American Journal of Economics and Finance*, 2015, vol. 33, July, pp. 178–198.
- The Combined Code on Corporate Governance*. Financial Reporting Council. London, 2003.
- Core J., Holthausen R., Larcker D. Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 1999, vol. 51, no. 3, pp. 371–406.
- Cotter J., Shivdasani A., Zenner M. Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth During Tender Offers? *Journal of Financial Economics*, 1997, vol. 43, no. 2, pp. 195–218.
- Dahya J., McConnell J. Outside Directors and Corporate Board Decisions. *Journal of Corporate Finance*, 2003, vol. 11, no. 1–2, pp. 37–60.
- Demsetz H., Lehn K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 1985, vol. 93, no. 6, pp. 1155–1177.
- Falato A., Kadyrzhanova D., Lel U. Distracted Directors: Does Board Busyness Hurt Shareholder Value? *Journal of Financial Economics*, 2014, vol. 113, no. 3, pp. 404–426.
- Fahlenbrach R., Low A., Stulz R. Why Do Firms Appoint CEOs As Outside Directors? *Journal of Financial Economics*, 2010, vol. 97, no. 1, pp. 12–32.
- Fama E., Jensen M. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 1983, vol. 26, no. 2, pp. 301–325.

- Ferris S., Jagannathan M. The Incidence and Determinants of Multiple Corporate Directorships. *Applied Economics Letters*, 2001, vol. 8, no. 1, pp. 31–35.
- Ferris S., Jagannathan M., Pritchard A. Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments. *Journal of Finance*, 2003, vol. 58, no. 3, pp. 1087–1111.
- Fich E., Shivdasani A. Are Busy Boards Effective Monitors? *Journal of Finance*, 2006, vol. 61, no. 2, pp. 689–724.
- Field L., Lowry M., Mkrtchyan A. Are Busy Boards Detrimental? *Journal of Financial Economics*, 2013, vol. 109, no. 1, pp. 63–82.
- Gilson S. Bankruptcy, Boards, Banks and Blockholders. *Journal of Financial Economics*, 1990, vol. 26, no. 2, pp. 355–387.
- Goergen M., Renneboog L. Inside the Boardroom. *Journal of Corporate Finance*, 2014, vol. 28. October, pp. 1–5.
- Gutierrez L., Pombo C. Outside Directors, Board Interlocks and Firm Performance: Empirical Evidence from Colombian Business Groups. *Journal of Economics and Business*, 2011, vol. 63, no. 4, pp. 251–277.
- Harris I., Shimizu K. Too Busy to Serve? An Examination of the Influence of Overboarded Directors. *Journal of Management Studies*, 2004, vol. 41, no. 5, pp. 775–798.
- Hsu H.-H., Wu C.H.-Y. Board Composition, Grey Directors and Corporate Failure in the UK. *British Accounting Review*, 2014, no. 46, pp. 215–227.
- Jiraporn P., Davidson W., DaDalt P., Ning Y. To Busy to Show Up? Analysis of Directors' Absences. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 2009, vol. 49, no. 3, pp. 1159–1171.
- Kang J.K., Shivdasani A. Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan. *Journal of Financial Economics*, 1995, vol. 38, no. 1, pp. 29–58.
- Kaplan S., Reishus D. Outside Directorships and Corporate Performance. *Journal of Financial Economics*, 1990, vol. 27, no. 2, pp. 389–410.
- Khanna T., Rivkin J. Estimating the Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets. *Strategic Management Journal*, 2001, vol. 22, no. 1, pp. 45–74.
- Kim K., Mauldin E., Patro P. Outside Directors and Board Advising and Monitoring Performance. *Journal of Accounting and Economics*, 2014, vol. 5, no. 2–3, pp. 110–131.
- Li J., Ang J. Quantity Versus Quality of Directors' Time: The Effectiveness of Directors and Number of Outside Directorships. *Managerial Finance*, 2000, vol. 26, no. 10, pp. 1–21.
- Li X., Wang J., Dong D. Busy Boards and Corporate Performance. *China Finance Review International*, 2013, vol. 3, no. 2, pp. 203–219.
- Masulis R., Mobbs S. Independent Director Incentives: Where Do Talented Directors Spend Their Limited Time and Energy? *Journal of Financial Economics*, 2014, vol. 111, no. 2, pp. 406–429.
- Mizuchi M., Stearns L. A Longitudinal Study of Borrowing by Large American 22 Corporations. *Administrative Science Quarterly*, 1994, vol. 39, no. 1, pp. 118–141.
- Nguyen N. On the Compensation and Activity of Corporate Boards. *Journal of Corporate Finance*, 2014, vol. 29, December, pp. 1–19.
- Omer T., Shelley M., Tice F. Do Well-Connected Directors Affect Firm Value? *Journal of Applied Finance*, 2014, vol. 24, no. 2, pp. 17–32.
- O'Sullivan N. Why do CEOs Hold Non-Executive Directorships? An Analysis of the Role of Governance and Ownership. *Management Decision*, 2009, vol. 47, no. 5, pp. 760–777.
- Perry T., Peyer U. Board Seat Accumulation by Executives: A Shareholder's Perspective. *Journal of Finance*, 2005, vol. 50, no. 4, pp. 2083–2123.
- Pfeffer J. Size and Composition of Corporate Boards of Directors. *Administrative Science Quarterly*, 1972, vol. 17, no. 2, pp. 218–228.
- Pfeffer J., Salancik G. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York, Harper&Row, 1978.
- Santos R., da Silveira A., Barros L. Board Interlocking in Brazil: Directors' Participation in Multiple

- Companies and Its Effect on Firm Value. *Latin American Business Review*, 2012, vol. 13, no. 1, pp. 1–38.
- Sarkar J., Sarkar S. Multiple Board Appointments and Firm Performance in Emerging Economies: Evidence from India. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2009, vol. 17, no. 2, pp. 271–293.
- Shivdasani A. Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers. *Journal of Accounting and Economics*, 1993, vol. 16, no. 1–3, pp. 167–198.
- Shivdasani A., Yermack D. CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 1999, vol. 54, no. 5, pp. 1829–1853.

Статья поступила в редакцию 6 сентября 2015 г.

Контактная информация

Березинец Ирина Владимировна — кандидат физико-математических наук, доцент;
berezinets@gsom.pu.ru

Ильина Юлия Борисовна — кандидат экономических наук, доцент; jilina@gsom.pu.ru

Berezinets Irina V. — Candidate of Sciences in Mathematics, Associate Professor;
berezinets@gsom.pu.ru

Irina Yulia B. — Candidate of Sciences in Economics, Associate Professor; jilina@gsom.pu.ru