

А.Н. Степанова

Факультет экономических наук, Школа финансов, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва

Д.С. Подухович

Факультет экономических наук, Научно-учебная лаборатория корпоративных финансов, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва

Горизонт принятия решений генерального директора в отношении инвестиций в НИОКР на примере российских компаний

Аннотация. В этой статье поднимается проблема короткого горизонта принятия решений генеральных директоров публичных компаний и его влияния на инвестиции в будущее. Мы поднимаем этот вопрос для российского рынка, на котором как на волатильном развивающемся рынке проблема горизонтов инвестирования стоит остро. В этой работе на выборке из 76 российских компаний с 2013 по 2019 г. мы проверяем, как влияет горизонт принятия инвестиционных решений генерального директора в отношении исследований и разработок в России. В статье подтвержден факт наличия положительной зависимости между горизонтом решений и инвестициями в исследования и разработки на рассматриваемом рынке. Другими словами, личный короткий горизонт решений генерального директора значительно снижает инвестиции в исследования и разработки. Показано, что факт наличия давления на показатели эффективности компаний сокращает протяженность горизонта принятия решений генерального директора компаний. Интересно, что в предпандемийные годы, с 2016 по 2019 г., влияние на протяженность горизонта решений генерального директора компаний в отношении инвестиций в исследования и разработки становится сильнее. Полученные результаты могут иметь практическое применение в области определения стимулирующих контрактов и выплат бонусов менеджерам компаний.

Ключевые слова: *горизонт принятия решений, инвестиции в исследования и разработки, принятие риска генеральными директорами, корпоративная близорукость, давление на показатели эффективности компаний.*

Классификация JEL: G30, G32, G34, G40.

Для цитирования: **Степанова А.Н., Подухович Д.С.** (2023). Горизонт принятия решений генерального директора в отношении инвестиций в НИОКР на примере российских компаний // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 2 (59). С. 85–118.

DOI: 10.31737/22212264_2023_2_85-118

EDN: GXVEXI

1. Введение

Проблема короткого горизонта принятия решений генеральными директорами (CEO horizon problem) российских компаний является сегодня актуальным, как минимум, по двум причинам. Во-первых, методология измерения данного показателя в существующей литературе сводится к измерению влияния на принятие стратегических решений генеральных директоров таких персональных характеристик, как возраст и срок пребывания в должности (tenure). Как известно, с 2010-х годов в крупнейших академических журналах появляется все

большее число работ, посвященных поведенческой экономике и поведенческим финансам (Costa, Carvalho, Moreira, 2019), а значимость персональных характеристик для оценки эффективности генеральных директоров растет (Kaplan, Sorensen, 2021) и является предметом открытых дискуссий на всемирно известных конференциях. Во-вторых, экономический рост в стране представляется возможным тогда, когда в экономике производятся структурные изменения и внедрение новых технологий (Земцов, Чернов, 2019). На примерах исследования американского и китайского рынков было выявлено, что чем длиннее горизонт принятия решений, тем больше долгосрочных инвестиций склонна делать компания (Antia, Pantzalis, Park, 2010; Li et al., 2021). Однако, насколько известно, для России подобных исследований не проводилось.

Цель нашей работы – исследовать влияние горизонта решений генеральных директоров российских компаний на инвестиции в исследования и разработки (R&D) за период с 2013 по 2019 г. и показать, как возраст и срок пребывания в должности, а также отраслевые особенности рынка способны формировать данный горизонт.

В традиционной агентской теории принято, что менеджеры, принимая решения, делают это чаще в своих интересах, чем в интересах акционеров компании (Fama, 1980). Например, горизонт у менеджеров и у акционеров чаще всего различается ввиду различных горизонтов решений (decision horizons) (Jensen, Meckling, 1976). Поведенческая агентская модель (behavioral agency model) добавляет предпосылки об отношении менеджеров к риску (risk bearing) при принятии ими рискованных решений (risk-taking) (Martin et al., 2015). Эти предпосылки берут свое начало из теории перспектив Канемана и Тверски, и в частности из концепции неприятия потерь (loss aversion) (Kahneman, Tversky, 1979). В рамках поведенческой агентской модели рассматривается близорукость менеджеров (managerial myopia) – ситуация, когда менеджеры склонны принимать краткосрочные решения, потребность в принятии которых обусловлена их персональным отношением к риску (Schuster, Nicolai, Covin, 2020).

Длина горизонта принятия решений у генеральных директоров тесно связана с нежеланием брать на себя избыточный риск (risk-aversion motivation) (Cain, McKeon, 2016). Теория перспектив указывает на то, что принимающие решения лица часто стремятся избежать риска потерь имеющейся у них репутации и накопленного ими богатства (Kahneman, Tversky, 2013). Генеральные директора, у которых оставшийся срок пребывания на должности подходит к концу, будут брать на себя меньше риска и принимать больше краткосрочных решений ввиду отсутствия гарантии получения долгосрочных наград, а также от нежелания запятнать свое имя перед уходом с должности (Chahyadi, Wineka, 2019). Таким образом, по описанным выше причинам генеральные директора с коротким горизонтом решений склонны отказываться от прибыльных долгосрочных инвестиций и капиталовложений.

Российский рынок был выбран для исследования горизонта принятия решений генеральных директоров по следующей причине. Корпоративная среда в России характеризуется высокой концентрацией доли собственности (ownership concentration) в руках одного или нескольких крупных инвесторов, плохо развитыми правовыми институтами, которые приводят к высоким пер-

сональным выгодам от контроля капитала компании; низколиквидными рынками капитала, а также высокой долей участия государства в контроле бизнеса (Lazareva, Rachinsky, Stepanov, 2007; Sprenger, Lazareva, 2022). Таким образом, можно предположить, что для российского рынка характерны высокая неопределенность и давление на отрасль со стороны крупных инвесторов и государства, которые обуславливают развитие короткого горизонта решений (short-termism) на этом рынке, а близорукость генеральных директоров приводит к нежеланию компаний инвестировать в научные исследования и разработки (НИОКР, R&D). Поэтому, на наш взгляд, представляется возможным выявить и отследить формирование горизонта решений генеральных директоров в России.

Для проверки выдвинутого предположения была собрана выборка из 76 публичных российских компаний, которые входят в Индекс акций широкого рынка Московской биржи (MICEXVMI) с 2013 по 2019 г.

По результатам исследования мы пришли к выводу о том, что долгосрочные инвестиции положительно связаны с ожидаемым горизонтом принятия решений, который определяется через такие персональные характеристики генерального директора, как возраст и число лет пребывания на должности. Более того, возраст для российских генеральных директоров более значим для принятия решений. Другими словами, в России сильно выражен эффект короткого горизонта в инновациях: сокращение личного горизонта решений генерального директора приводит к снижению инвестиций в НИОКР. Следует также отметить, что влияние горизонта решений в отношении инвестиций в НИОКР усиливается, если сократить рассматриваемый период на три года, убрав кризисный для России с 2014 по 2015 г., а также если рассматривать только те компании, которые склонны инвестировать в НИОКР.

Вклад нашего исследования в уже имеющуюся литературу следующий.

1. Нам удалось еще раз подтвердить предположение о том, что горизонт принятия решений можно измерить как сумму отклонений показателей возраста и срока пребывания на должности рассматриваемого генерального директора от среднеотраслевых показателей. В предыдущих исследованиях было показано, что длина горизонта, измеренная таким способом, положительно влияет на инвестиции компаний в НИОКР (Antia et al., 2010; McClelland, Barker, Oh, 2012; Oh, Chang, Cheng, 2016; Lee, Park, Folta, 2018; Li et al., 2021). В нашей работе это также подтвердилось.

2. Нам удалось установить механизм влияния горизонта принятия решений на желание компаний российского рынка инвестировать в НИОКР. Более сокращающийся горизонт означает, что рассматриваемый генеральный директор является более молодым и менее опытным по сравнению со среднестатистическим генеральным директором в своей отрасли. Следовательно, у такого директора будет более высокая склонность к риску, более слабое проявление близорукости и более сильное желание принимать долгосрочные инвестиционные проекты.

3. Измерив и проанализировав показатель горизонта принятия решений, нам удалось подтвердить первую предпосылку теории верхних эшелонов (Hambrick, Mason, 1984) о том, что персональные характеристики генерального

директора важны для принятия стратегических и инвестиционных решений в компании.

4. Наше исследование горизонта решений генерального директора является одним из первых для российского рынка, а его результаты могут иметь практическое применение в области определения стимулирующих механизмов и выплат бонусов менеджерам компаний. Возможно, для улучшения показателей эффективности и увеличения инвестиций в НИОКР фирмам следует уделять большее внимание таким персональным характеристикам, как возраст и срок пребывания топ-менеджера на должности, и предлагать контракты, которые зависят от долгосрочных показателей компании.

Далее статья организована следующим образом. В разд. 2 проанализированы предшествующие исследования в области горизонта принятия решений генеральных директоров и принятия решения компаний об инвестициях в НИОКР, а также предпосылки для короткого горизонта планирования на российском рынке. В разд. 3 описываются основные поставленные в исследовании гипотезы. В разд. 4 приводятся основные характеристики используемой выборки российских компаний и методология для расчета показателя горизонта принятия решений генерального директора. В разд. 5 обсуждаются полученные закономерности, исследованные при помощи построения эконометрических моделей. На основе обзора литературы и результатов расчетов делается вывод о целесообразности измерения показателя горизонта решений для генеральных директоров российских компаний.

2. Обзор литературы

2.1. Корпоративный сектор в России

Развитие экономики России за последние 20 лет связывается в основном с крупным бизнесом, хотя также были попытки дерегулирования и создания условий для малого и среднего бизнеса (Земцов, 2020). Следует отметить, что именно корпорациям в России принадлежит одна из ключевых ролей в объединении и дальнейшем развитии научного и производственного потенциалов страны (Голикова, 2015). Согласно статистике в общем объеме затрат страны на НИОКР на конец 2015 г. доля, которая принадлежала корпорациям, составляла 35%. Соответственно, можно сделать вывод о том, что развитие корпоративного сектора в России смещено в сторону крупных игроков. Это позволяет акцентировать внимание на деятельности крупнейших публичных компаний, если обобщить вывод в отношении рассматриваемой выборки (76 компаний) на весь корпоративный сектор и экономику России.

Компании в российской экономике характеризует следующий ряд фактов. Во-первых, темпы догоняющего роста производительности у компаний в российской экономике ниже, чем в компаниях развитых стран. Во-вторых, у новых предприятий замедление роста происходит уже после двух лет их работы на рынке. В-третьих, у предприятий, которые являются лидерами в своих отраслях, вероятность ухода с рынка оказывается выше, чем у других групп компаний (Бессонова, Цветкова, 2020). Таким образом, можно констатировать, что выявленные выше тенденции указывают на работу базовых рыночных механизмов для экономики России, а процесс выхода с рынка неэффективных предприятий является очень

медленным. Это в первую очередь приводит к тому, что предприятия перестают расти, хотя и остаются на рынке. Также появляются дополнительные барьеры для входа на рынок новых потенциально успешных игроков с высоким потенциалом роста. В связи с этим в рассматриваемый период (2013–2019 гг.) для российской экономики были характерны замедленные темпы роста производительности, которые оказались ниже восстановительных темпов роста после финансового кризиса 2008 г. (Бессонова, Цветкова, 2020).

Опираясь на исследование (Бессонова, Цветкова, 2020), можно выделить две проблемы роста производительности российских предприятий. Первая проблема состоит в том, что неэффективные компании редко уходят с рынка. Второй проблемой является быстрое исчерпание потенциала роста у новых игроков на рынке. Также, согласно исследованию Земцова, российским компаниям свойственны низкий уровень научно-технологического развития, недооценка эффектов от имеющегося уровня экономического развития и проблема унаследованной неоптимальной структуры потенциала от инноваций (Земцов, 2021). В связи с этим в российском корпоративном секторе имеется огромный разрыв между наиболее эффективными компаниями и всеми остальными предприятиями в конкретных отраслях. Доля, приходящаяся на неэффективные предприятия, в каждой отрасли оказывается достаточно высокой. В то же время развивающиеся рынки и их финансовые системы напрямую связаны с информационными и агентскими проблемами, которые вынуждают компании отказываться от прибыльных инвестиционных проектов (Sprenger, Lazareva, 2022).

Российский рынок капитала является высококонцентрированным, и эта концентрация значительно возросла, начиная с 2003 г. (Blöchliger, Wildnerova, 2020). Высокая концентрация является отчасти наследием периода социализма, хотя в этот же период рост концентрации был свойствен и европейским странам (Vajgar et al., 2019). На 10% крупнейших фирм приходится 2/3 всей рабочей силы и около 90% всего выпуска корпоративного сектора. Высокая концентрация рынка является одним из факторов, которые приводят к значительным различиям в наблюдаемой заработной плате и уровне доходов у жителей страны (OECD, 2017).

Причина высокого уровня производительности труда в эффективности крупнейших российских компаний объясняется их умением лучше справляться с экономическими шоками. Для предприятий малого и среднего бизнеса единственным способом догнать крупнейших игроков являются инновации и технологический рост. Поскольку более 60% российских компаний имеют штат меньший или равный 20 сотрудникам, стартапы и молодые инновационные предприятия вносят большой вклад в создание новых рабочих мест и рост производительности экономики (Haltiwanger, Jarmin, Miranda, 2011).

Некоторые барьеры для эффективного функционирования публичных компаний до сих пор не устранены. В качестве одного из таких барьеров можно назвать концентрацию большей части богатства в руках небольшой группы индивидуумов, которые заинтересованы в плохо развитых институтах права и корпоративного управления. Такой уровень развития институтов позволяет этим индивидуумам на протяжении долгого времени обеспечивать безопасность своих позиций и сохранять власть над рынком. Вторым барьером может быть высо-

кая неопределенность в экономике и недоверие жителей страны к финансовым институтам. Последствием данного барьера является сложность прогнозирования компаниями своей деятельности, неликвидные рынки финансовых инструментов и предпочтение долгосрочных инвестиций краткосрочным.

Описанная выше ситуация на рынке капитала подтверждается предостережениями о том, что высокая неопределенность относительно продолжительности приватизации снижает стимулы к долгосрочному инвестированию и побуждает компании прибегать к краткосрочным способам производства. В дополнение к этому страдает технологическое развитие и рост, что проявляется в полной мере лишь в долгосрочной перспективе. Россия не использует в полной мере потенциальных возможностей от реализации выручки крупнейших компаний. Например, это отражается на малой величине затрат на R&D и внедрении инноваций внутри компаний. Таким образом, можно предположить, что проблема краткосрочных горизонтов планирования, которая выражается в сокращении публичными компаниями инвестиций в долгосрочные проекты, присутствует в российском корпоративном секторе и может быть напрямую связана с принятием решений руководителями российских компаний.

2.1.1. Кризисный период 2014–2015 гг.

В период 2014–2015 гг. уровень производства упал во всем корпоративном секторе российской экономики (Blöchliger, Wildnerova, 2020). В наибольшей степени это коснулось сельского хозяйства, которое за данный период стало наименее продуктивной отраслью. Для наиболее крупных игроков спад в уровне производства оказался незначительным. Исключение составляет сфера услуг, где производительность у крупнейших компаний упала намного больше, чем производительность у небольших предприятий.

Одной из наиболее важных причин кризиса 2014–2015 гг. стала инвестиционная пауза, которая проявилась сначала в замедлении (2013 г.), а затем — в нарастающем спаде (2014–2015 гг.) вложений в основной капитал в России (Буклемишев, 2016). Следует отметить, что инвестиционная пауза этого периода отличалась от краткосрочного спада капиталовложений в России на 16% в 2009 г. — она стала следствием глобального финансового кризиса 2007–2008 гг. Последствием сокращения инвестиций, как известно, является сокращение потенциального выпуска и увеличение разрыва между фактическим и потенциальным ВВП страны.

О.В. Буклемишев (Буклемишев, 2016) называет четыре возможные причины возникновения инвестиционной паузы: институциональные ограничения, факторы циклического свойства, ресурсные ограничения и негативные ожидания экономических агентов. Первую причину характеризуют такие факторы, как коррупция и неэффективность государственных структур, монополизм и другие характеристики неблагоприятного инвестиционного климата (Ведев, Косарев, 2012; Березинская, Ведев, 2014; Кудрин, Гурвич, 2015). Согласно исследователям предпринятые энергичные преобразования, направленные на устранение указанных проблем, могут положительно воздействовать на экономический рост. Наличие второй причины связано с поздно диагностированным циклическим спадом капиталовложений. В 2009 г. не удалось создать заделов для расширения производственных мощностей (Аганбегян, 2015, с. 64). Также в 2012–2014 гг.

произошло одновременное завершение стратегических проектов государства и снижение инвестиционной активности государственных компаний. Что касается третьей причины – ресурсных ограничений – исторически основным источником для инвестиций у компаний являются чистая прибыль, которая в 2012–2014 гг. была истощена. Это было связано с тем, что значимая доля прибылей российских компаний принадлежит нефтегазовому сектору экономики (РБК, 2015), а действенные механизмы, которые бы перераспределяли ресурсы из этой отрасли в другие, отсутствуют. Помимо этого, иностранные инвестиции в экономику сокращались, а замены «длинным деньгам» с международного рынка капитала найдено не было. Негативные ожидания экономических агентов Буклемишев называет наиболее значимым фактором. Его воздействие на экономику проявлялось в волатильности обменного курса рубля и низких корпоративных прибылей за период в 2014–2015 гг. В то же время создание дополнительной неуверенности в формировании ожиданий также можно отнести к санкциям, которые породили на рынке России высокую неопределенность (Всемирный банк, 2015). Для преодоления негативных инвестиционных ожиданий и других причин инвестиционной паузы в стране необходимо было двигаться в сторону создания конкурентоспособного режима для инвесторов, а также внедрять новые технологии – как инженерные, так и управленческие (Замулин, 2016).

Таким образом, период 2014–2015 гг. можно охарактеризовать как период, в котором склонность к инвестициям, в особенности к долгосрочным инвестициям, в России была низкой. Этот факт играет важную роль в нашем исследовании, так как, согласно одному из наших предположений, решения руководителей российских компаний в 2014–2015 гг. можно охарактеризовать как краткосрочные ввиду высокой неопределенности и негативных ожиданий относительно будущего экономического роста в стране.

2.1.2. Корпоративное управление в России

Недавние исследования корпоративного управления в России показывают, что его эффективность в стране за последнее десятилетие хотя и улучшилось, но присущие ему проблемы и сегодня не намного отличаются от проблем, которые существовали в начале 2000-х годов (Sprenger, Lazareva, 2022). Например, исследование компании «Делойт» (Deloitte, 2016) показывает, что только 41% публичных компаний в России держат доли акций в руках внешних членов советов директоров. Более того, на момент исследования структура собственности стала еще более концентрированной, чем была тремя годами ранее: в 73% компаний один мажоритарный акционер держит более 50% акций. Таким образом, можно сделать вывод о том, что значимых изменений во внутренних механизмах корпоративного управления в российских компаниях за период 2013–2019 гг. не произошло.

Эффективное корпоративное управление является залогом высоких показателей эффективности публичных компаний (Doring et al., 2021). В частности, это касается долгосрочных инвестиций компаний, поскольку акционеры и совет директоров значимо влияют на принятие решений (Tosun, 2019).

Около 60% публичных российских компаний, которые работают сегодня на рынке, образовались в результате приватизации (Vasiliev, 2000). Частные предприятия, доля собственности, финансовые рынки и корпоративное право

пришли в Россию только в начале 1990-х годов. Так, приватизация государственных активов, которая была проведена в стране в 1992–1994 гг., стала одним из самых главных источников формирования корпоративного сектора в российской экономике. Именно она обусловила перераспределение собственности и корпоративного контроля в российских компаниях и создала предпосылки для развития российской модели корпоративного управления.

В условиях затяжного экономического кризиса в стране нарушение прав акционеров является частым явлением (Black, Kraakman, Tarassova, 2000; Shleifer, Vishny, 1997). Миноритарные акционеры были практически не в состоянии защитить свои права в условиях быстрорастущей концентрации собственности, что также отразилось на высоких по сравнению с западными компаниями дисконтах на рыночную стоимость компаний (Black, 2001). На протяжении десятилетия после дефолта 1998 г. экономика России росла со средним годовым темпом в 7%. Необходимость финансирования новых производственных мощностей привела большинство российских компаний к необходимости поиска инвестиций на западных долговых рынках и рынках капитала. Это обстоятельство, в свою очередь, вынудило компании пересмотреть и улучшить стандарты корпоративного управления.

В (Enikolopov, Stepanov, 2013) выделяются следующие характеристики корпоративного управления в России, которые также свойственны компаниям выбранного для исследования периода с 2013 по 2019 г.: высокие частные выгоды от контроля, плохо развитые рынки капитала, высокая степень концентрации собственности и слабая защита прав собственности. Несмотря на то что перечисленные характеристики также свойственны многим другим развивающимся рынкам, для России, помимо прочего, характерна высокая вовлеченность государства в управление компаниями.

Сегодня одна из основных проблем корпоративного управления в России состоит в том, что заложенные в него принципы менеджмента были взяты из англо-саксонской модели, а структура собственности больше напоминает германскую модель (Zainullin et al., 2018). Эти наблюдения подтверждаются Центральным банком России (Bank of Russia, 2017). Согласно исследованию ЦБ РФ из 84 публичных компаний, составлявших выборку, только 18 (21,4% общего числа наблюдений) полностью соблюдают «Кодекс корпоративного управления», созданный Центральным банком в 2014 г. Большая часть компаний (42,9% общего числа наблюдений) соблюдает от 50 до 75% предписаний Кодекса. Проблема также состоит в том, что для большинства компаний требования «Кодекса корпоративного управления» имеет формальный характер: соблюдаются императивные нормы законодательства – в частности, публичные компании публикуют ежеквартальные и годовые отчеты о своей деятельности, формируют совет директоров как обязательный орган с минимальным числом членов. Однако они избегают формировать комитеты совета директоров, за исключением обязательно необходимых – комитетов для аудита и выработки стратегии. По-прежнему сохраняется высокий уровень концентрации собственности. Даже в ряде публичных компаний крупные акционеры владеют пакетами более 50% акций, что дает им возможность принимать решения по широкому кругу вопросов. Это мешает технологическому росту компаний корпоратив-

ного сектора и вынуждает компании пренебрегать долгосрочными стратегиями в угоду необходимости показывать высокие краткосрочные результаты акционерам. В то же время слабый совет директоров и власть в руках мажоритарных акционеров и руководителей российских корпораций приводят к огромному влиянию одного-двух человек на решения в компаниях.

Из всего вышесказанного можно сделать вывод, что российский рынок имеет достаточно предпосылок для формирования короткого горизонта планирования и управления и предпочтения генеральных директоров не брать на себя излишнего риска при принятии решений.

2.2. Короткий горизонт корпоративных решений и близорукость менеджеров на российском рынке

Несмотря на то что горизонт принятия решений у акционеров, как правило, долгосрочный, случается так, что длина этого горизонта не совпадает с горизонтом принятия решений у менеджмента. Менеджеры, вынужденные показывать хорошие краткосрочные результаты, отказываются брать на себя чрезмерный риск и пытаются избежать высокой неопределенности при принятии решений. Так зарождается проблема короткого горизонта принятия решений корпорациями. Тем не менее, исследователи до сих пор не пришли к единому мнению. Это – рыночные условия, механизм корпоративного управления, предпочтения инвесторов или персональные характеристики менеджеров вынуждают генеральных директоров отдавать предпочтение краткосрочным стратегиям?

С одной стороны, достаточно большое число источников указывает на то, что рынки акций сами по себе являются близорукими (*stock markets are myopic*) (Merchant, Van der Stede, 2003; Bhojraj, Libby, 2005). Этот факт обосновывается асимметрией информации: менеджеры, обладающие полной информацией, следуют краткосрочным стратегиям, чтобы подать инвесторам, не обладающим полной информацией, сигнал о том, что управление активами происходит максимально эффективно (Laverty, 1996).

С другой стороны, есть явное подтверждение того, что сами инвесторы являются близорукими и не желают держать акции компаний слишком долго (Jiang, 2018). Например, средний срок инвестирования (*average holding period*) в акции конкретной компании сократился с 10 лет в 1970-х годах до четырех месяцев в 2010-х годов (Denis, McKeon, 2019). Однако не стоит забывать, что объемы торгов сегодня определяются высокочастотной торговлей, что служит контраргументом в пользу близорукости инвесторов (Edelman, Randall, 2019).

В-третьих, короткий горизонт могут задавать индивидуальные особенности менеджеров при принятии решений. «Близорукость менеджеров» является устоявшимся в литературе термином и определяется как «характеристика принятия решений, которой свойственна переоценка краткосрочных наград и недооценка долгосрочных последствий» (Laverty, 2004). Близорукость менеджеров может возникать при следовании неоптимальным стратегиям в компаниях, которые представляют собой комплекс возможностей и наборов решений (Cho, Kim, 2017). Также для получения более высоких компенсационных выплат менеджеры более заинтересованы в представлении краткосрочных результатов, поскольку такие показатели, как ключевые показатели эффективности (KPI), измеряются за срок не более чем 1 год (Kraft, Vashishtha, Venkatachalam, 2019). Соответственно, заданные краткосрочные показа-

тели в отчетности могут являться для менеджеров более приоритетной целью, чем долгосрочное планирование (Vhojraj, Libby, 2005).

2.3. Горизонт принятия решений генерального директора

Ввиду наличия когнитивных искажений при принятии решений генеральные директора не всегда совершают оптимальные действия, которые предписывают им экономические модели. Различия в индивидуальных характеристиках способны дать хорошее объяснение тому, почему конкретное поведение присуще генеральному директору конкретной компании. Одной из теорий, которая способна объяснить, как персональные характеристики топ-менеджеров связаны с эффективностью компании, является теория верхних эшелонов (Hambrick, Mason, 1984). Данная теория опирается на две предпосылки:

– поскольку существует множество ситуаций, которые происходят в неопределенной среде, генеральные директора принимают решения, опираясь на собственные интерпретации данных ситуаций;

– эти собственные интерпретации базируются на предыдущем опыте, ценностях и персональных характеристиках директоров.

Сбор и использование данных по таким демографическим переменным, как возраст и пол, а также срок пребывания в должности, обладает неплохой предсказательной способностью о том, насколько рискованные решения может и будет принимать генеральный директор. Для таких переменных в литературе часто применяют термин «личностные характеристики», под которыми подразумевается вся та информация о генеральных директорах, которая меняется редко либо очень постепенно в течение соответствующего периода времени, охватываемого анализом (Бюиссон, 2022). Однако следует отметить, что ввиду особенностей российского рынка введение и использование в исследовании такой личностной характеристики, как пол, не представляется целесообразным. Согласно исследованию SpencerStuart, проведенному в 2020 г., число женщин-генеральных директоров в России уменьшилось с 5% до нуля; ниже 3% оно было в 2017 г. и средней доли в 2,7% – в 2017–2019 гг.¹ Следовательно, гендерный фактор не был включен в анализ в нашей работе.

Принятие рискованных решений является основным движущим механизмом в карьере генерального директора (Campbell, Jeong, Graffin, 2019). Исследование горизонта принятия решений позволяет связать персональные характеристики генеральных директоров с их отношением к риску. Например, есть подтверждение того, что генеральным директорам свойственна большая степень неприятия риска, когда приближается их срок выхода на пенсию. Это связано с тем, что они стремятся сохранить свою репутацию, принять как можно большее число успешных решений и получить более высокую компенсацию (Matta, Beamish, 2008). Долгосрочные и высокорисковые стратегии не входят в интересы генеральных директоров, которые не планируют участвовать в будущем компании в долгосрочной перспективе. Соответственно, краткосрочные стратегии становятся для компаний более предпочтительными, чем долгосрочные.

Еще одной характеристикой, которая напрямую связана с величиной горизонта принятия решений, является число лет пребывания генерального директора на должности (*tenure*). Большое число лет, проведенное в компании, свидетельствует о том, что генеральный директор высоко привержен фирме, совету

¹ <https://www.spencerstuart.com/research-and-insight/russia-ceo-route-to-the-top-2020-russian>

директоров и инвесторам. Это может означать, что таким генеральным директорам будет менее свойственно по собственной инициативе проводить глобальные изменения в стратегии компании и инвестировать значительные суммы средств в инновационные проекты (Hirshleifer, Low, Teoh, 2012). Именно поэтому после сделок по поглощению старая команда менеджеров, приверженная своим идеям, может стать препятствием для будущего роста (Matta, Beamish, 2008).

Таким образом, на сегодняшний день доказано, что возраст и число лет, проведенное генеральным директором на должности, значимо влияет на формирование его горизонта принятия решений. Нам также известно, что чем длиннее этот горизонт, тем больше ожидаемая склонность компании к инвестированию в научные исследования и разработки (далее – R&D). В то же время ввиду высокой степени неопределенности будущей экономической ситуации и высокой непрозрачности информации на развивающихся рынках у корпораций может наблюдаться короткий горизонт планирования, который сдерживает инвестиции в R&D и влияет на горизонт принятия стратегических решений.

3. Гипотезы

Одна из основных переменных, которая отражает долгосрочное поведение компании – затраты на R&D (Baе, Kim, 2003). Принимая во внимание тот факт, что инвестиции в R&D необходимы для роста компании в долгосрочной перспективе, можно предположить, что сокращение затрат на R&D или их отсутствие является одним из сигналов близорукости генеральных директоров. Во-первых, генеральные директора стараются избегать неопределенности, которая связана с будущим моментом времени, когда эти инвестиции начнут себя окупать. Во-вторых, сокращая расходы на R&D, менеджеры преследуют цель улучшить показатели доходности компаний и лишней раз не сигнализировать об убытках. В-третьих, в литературе уже есть подтверждение тому, что менеджеры отказываются от инвестиций в R&D, поскольку компания ориентирована на улучшение только краткосрочных показателей эффективности.

Помимо следования поведенческой близорукости, менеджеры также склонны отказываться брать на себя чрезмерный риск. Теория перспектив Канемана и Тверски (Kahneman, Tversky, 2013) гласит, что для людей более значимо избегание потерь, чем получение прибыли. Что касается генеральных директоров, то в рамках данной теории их можно считать более консервативными в процессе принятия решений (Gentry, Shen, 2013), поскольку их богатство, репутация и социальный статус связаны с эффективностью компании, которой им удалось достичь, находясь на занимаемой должности. Исследования показывают, что желание закреплять достигнутый успех (preservation of legacy) значимо влияет на принятие риска генеральными директорами (Kempf, Ruenzi, Thiele, 2009). Соответственно, короткий горизонт принятия решений и нежелание директоров делать долгосрочные инвестиции, когда ожидаемый срок пребывания в должности короткий, положительно связаны со степенью неприятия риска.

Таким образом, опираясь на сказанное выше, мы предполагаем, что короткий горизонт принятия решений у генерального директора вызван близорукостью и неприятием риска, которые отталкивают его от инвестиций в R&D. Следовательно, наша первая гипотеза звучит следующим образом.

Гипотеза Н1. *При прочих равных, чем длиннее горизонт принятия решений у генерального директора рассматриваемой компаний, тем больше данная компания будет инвестировать в R&D.*

Принятие риска менеджерами и компаниями могут совместно влиять на горизонт их решений (Palmer, Wiseman, 1999). Рисковые решения менеджеров представляют собой выбор в условиях неопределенности, в то время как рисковость компаний – это характеристика, связанная с волатильностью денежных потоков в отрасли или на рынке. Поскольку мы предположили, что индивидуальное отношение генерального директора к риску заложено в переменной, отвечающей за горизонт принятия решений, представляется возможным посмотреть, как будет влиять на инвестиции в R&D уровень рисковости менеджмента компаний.

Волатильность денежных потоков связана с ожидаемым риском (Khan, Bradbury, 2014). Низкая волатильность воспринимается как положительный показатель, он повышает надежность показателей компании, отраженных в финансовых отчетностях (Su, 2013). Отсюда – связь волатильности денежных потоков с их надежностью, которая является ключевым фактором при измерении эффективности компаний (Dechow, Ge, Schrand, 2010). Так, например, в исследованиях (Minton, Schrand, 1999) было обнаружено, что высокая волатильность денежных потоков приводит к более низким величинам инвестиций в капитал, R&D и на рекламу.

В своем исследовании (Miller, 1991) показал, что в среде с более высокой степенью неопределенности компании принимают большее число рисковых решений. Таким образом, волатильность денежных потоков может помочь справиться с близорукостью генеральных директоров при принятии ими решений об инвестициях в R&D. Следуя данной логике, можно утверждать, что индустрии с более высокой волатильностью денежных потоков способны ослабить эффект влияния переменной горизонта принятия решений на инвестиции в R&D.

Гипотеза Н2. *Волатильность EBITDA смягчает влияние горизонта принятия решений на инвестиции компании в R&D. То есть при более высокой волатильности EBITDA горизонт планирования менеджмента будет составлять меньшее число лет и, соответственно, компания будет меньше инвестировать в R&D.*

Также отрасль, в которой работает компания, способна выставлять определенные эталонные показатели эффективности, к которым начинают стремиться компании, чтобы утвердить свою конкурентоспособность. В свою очередь, необходимость следования этим показателям вынуждает менеджеров принимать большее число краткосрочных проектов или пренебрегать некоторыми долгосрочными планами. Для измерения влияния отрасли на горизонт принятия решений генеральными директорами воспользуемся методологией (Li et al., 2021) и введем понятие давления со стороны отрасли (performance pressure). Для того чтобы измерить это давление, мы на первом этапе рассчитали эталонный показатель доходности активов (ROA) для каждой отрасли в каждом году из семи рассматриваемых лет. Эталонный показатель для года t считывался как среднее ROA всех компаний, которые входят в отрасль в году $t - 1$. Так, например, эталонный ROA нефтегазовой отрасли в 2013 г. был равен 12%, которые выводились из показателей ROA всех компаний этой отрасли за 2012 г. На втором этапе рассчитывался сам показатель давления. Для этого была создана

бинарная переменная, которая принимает значение 0, если у компании i – разница между ее ROA в году t и среднеотраслевым ROA в году t меньше либо равно 0, и 1 – в противном случае.

Согласно предыдущим исследованиям зависимость между коротким горизонтом принятия решений генеральными директорами и инвестициями в R&D может быть связана с величиной расхождения текущего показателя эффективности и заранее заданного в качестве эталона (Lucas, Knoben, Meeus, 2018). Положительное расхождение позволяет менеджерам улучшить свою репутацию (Gentry, Shen, 2013). В свою очередь, отрицательная величина расхождения сигнализирует о недостаточной эффективности компании.

Генеральные директора с коротким горизонтом принятия решений предпочитают как можно скорее достигать значений эталонной эффективности. Когда инвестиции происходят в неопределенной среде, чтобы получить положительную отдачу, необходимо больше времени. В то же время давление со стороны конкурентов в индустрии вынуждает менеджеров брать на себя меньше рисков и становиться более близорукими, особенно если их благосостояние привязано к показателям компании. Следовательно, представляется возможным выдвинуть следующее предположение о влиянии давления на показатели эффективности компании.

Гипотеза H3. *Давление на показатели эффективности (performance pressure) смягчают влияние горизонта принятия решений по инвестициям компаниям в R&D. То есть при более высоком давлении на показатели эффективности со стороны отрасли горизонт планирования менеджмента будет составлять меньшее число лет и, соответственно, компания будет меньше инвестировать в R&D.*

4. Описание данных и переменных

4.1. Данные

Наша выборка состоит из 76 публичных российских компаний, которые входят в Индекс акций широкого рынка Московской биржи (МОЕХВМИ) за период с 2013 по 2019 г. Индекс акций широкого рынка Московской биржи включает акции крупнейших публичных компаний России² и представляет более широкое поле для исследования по сравнению с обычным индексом ММВБ, который включает только 43 крупнейшие компании³. Рассмотрение компаний, входящих в состав Индекса акций широкого рынка, позволило учесть отраслевые особенности при расчете таких ключевых для нашего исследования показателей, как инвестиции в R&D, горизонт принятия решений, доходность активов (ROA) и переменной, отвечающей за давление со стороны отрасли. Следует отметить, что из первоначальной выборки в 100 компаний были исключены компании финансового сектора ввиду особенности их структуры капитала, а также компании, у которых не было данных по финансовым показателям и показателям интересующих нас персональных характеристик СЕО за интересующий нас исследуемый период с 2013 по 2019 г. Итоговая выборка для нашего исследования состоит из 76 компаний и 532 наблюдений компания–год. Период с 2013 по 2019 г. был выбран как самый широкий возможный период по критерию наиболее полного сбора данных по российским публичным компаниям для интересую-

² Более подробную информацию про компании, входящие в Индекс широкого рынка, можно найти по ссылке: https://smart-lab.ru/q/index_stocks/МОЕХВМИ/

³ Более подробную информацию про компании, входящие в Индекс ММВБ, можно найти по ссылке: https://smart-lab.ru/q/index_stocks/МОЕХ/

щих нас переменных по инвестициям в R&D и горизонта принятия решений. До 2013 г. крайне низка степень раскрытия информации по интересующим нас переменным. Несмотря на то что не все рассмотренные нами компании публикуют в своих годовых отчетах информацию об инвестициях в R&D, для большинства компаний такие данные собрать удалось. Так, из 76 рассматриваемых нами компаний 50 компаний делали инвестиции в R&D за весь рассматриваемый период.

Перед переходом к описательной статистике выборки следует охарактеризовать сам фондовый рынок России – что будет сделано при помощи рассмотрения динамики такого показателя, как отношение рыночной капитализации страны к ВВП. Считается, что данный показатель сигнализирует о степени развития национальной экономики, поскольку чем выше отношение капитализации к ВВП, тем выше уровень экономического развития в стране (Абрамов, Радыгин, Чернова, 2021). На микроуровне капитализация является одним из основных показателей эффективности деятельности менеджмента, и на долгосрочных временных горизонтах ее рост может служить сигналом о благоприятном инвестиционном климате в стране. Это суждение связано с результатами крупных международных исследований о наличии статистической зависимости между показателями уровня индустриального развития страны и ее фондового рынка (Greenspan, Wooldridge, 2018; Schwab, 2017). Таким образом, можно предположить, что рынку будет свойствен короткий горизонт планирования, когда динамика отношения капитализации к ВВП будет отрицательным. Именно такая ситуация наблюдается последние 15 лет в России. В 2007 г. капитализация фондового рынка составляла по отношению к ВВП рекордные 107,7%, но, начиная с 2011 г., капитализация фондового рынка России к ВВП, сократившись по сравнению со значением 2007 г. в три раза, стала показывать отрицательную динамику (Сайбель, Ковальчук, 2018). Ситуация в период с 2013 по 2019 г. стабилизировалась, однако за рассматриваемый период значение капитализации фондового рынка к ВВП не превышало 44%, что можно увидеть на рис. 1.

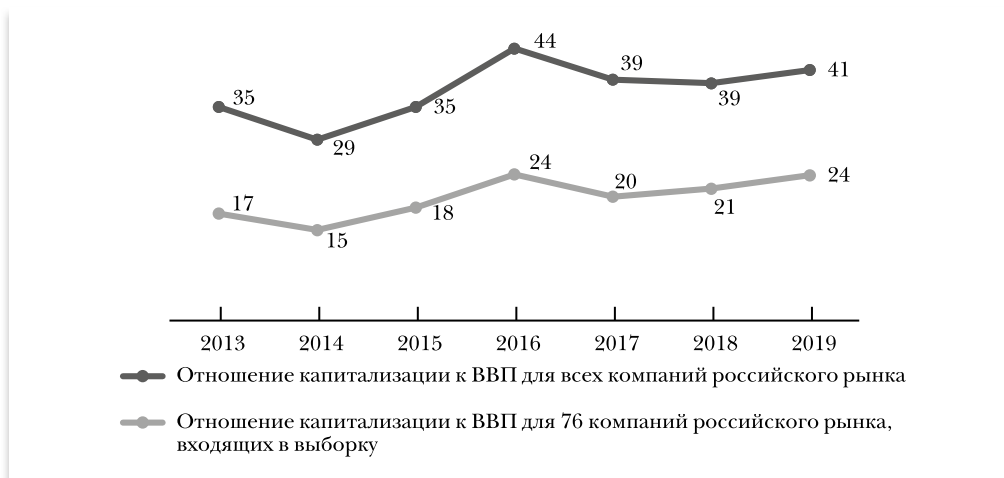
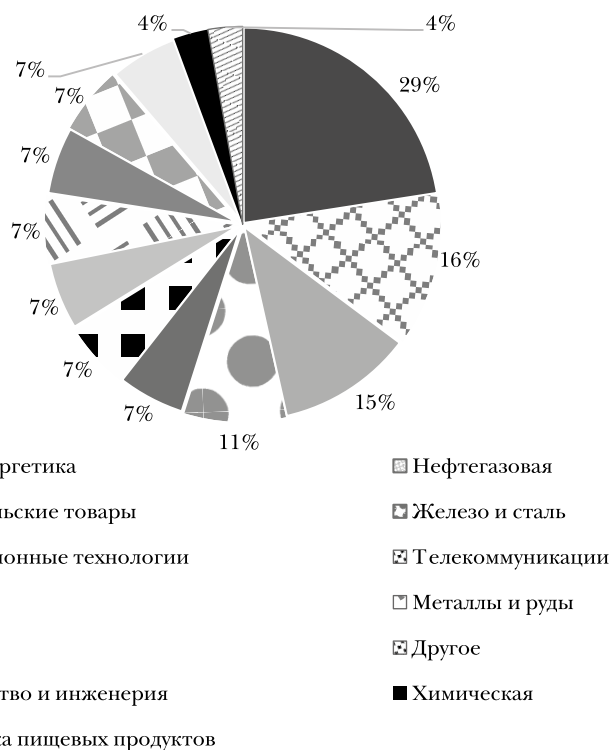


Рис. 1

Динамика капитализации к ВВП России за период с 2013 по 2019 г., %

Источники: Росстат, Всемирный банк, расчеты авторов.

**Рис. 2**

Доли компаний (по отраслям экономики) в рассматриваемой выборке

Мы также посчитали динамику для показателя отношения капитализации к ВВП для 76 исследуемых нами публичных компаний. На графике видно, что как для всего рынка, так и для нашей выборки за рассматриваемый период в семь лет показатель практически не менялся. Следует отметить, что оба графика имеют за рассматриваемый период одинаковую динамику и в каждом году значение капитализации для выборки составляет около 50% капитализации всего рынка. Также можно предположить, что тренды в экономике, которые характерны для исследуемых нами 76 компаний, могут быть характерными для всего корпоративного сектора России. Таким образом, можно заключить, что рассматриваемые нами компании являются репрезентативными для всего российского рынка.

На рис. 2 можно видеть, какую долю в рассматриваемой нами выборке занимают компании, если рассматривать их по отраслям экономики⁴. Больше всего компаний принадлежат к отрасли электроэнергетики (16 компаний), на втором месте – нефтегазовая отрасль (9 компаний), а на третьем – розничная торговля (8 компаний).

Также нам интересно было посмотреть, компании из каких отраслей в рассматриваемой нами выборке являются крупнейшими по капитализации. На

⁴ Принадлежность компании к той или иной отрасли определялась при помощи классификации из базы данных Thomson Reuters при обращении к данной базе за информацией о финансовых показателях компаний.



Рис. 3

Крупнейшие по уровню капитализации компании (по отраслям) по состоянию на 2013 и 2019 г.

круговых диаграммах рис. 3 можно увидеть ситуацию по состоянию на 2013 г. и на 2019 г. соответственно.

Приведенная выше описательная статистика согласуется с выводами исследования (Чиркова, Агамян, 2015) о том, что почти вся капитализация российского рынка сосредоточена в акциях предприятий топливно-энергетического комплекса, что мешает решению задачи перераспределения ресурсов отечественного рынка капитала. Также по состоянию на 2019 г. капитализация шести крупнейших эмитентов, среди которых «Роснефть» (4,76 трлн руб.) и «ЛУКОЙЛ» (4,02 трлн руб.), составляла 65% всей капитализации фондового рынка России.

Рыночная капитализация всего российского рынка в начале рассматриваемого нами периода – в 2013 г. – составляла 25,3 трлн руб., а в конце, в 2019 г., – 44,7 трлн руб. Чтобы показать, насколько значимую роль в корпоративном секторе страны играют крупнейшие компании, мы посчитали, какая доля от рыночной капитализации принадлежит этим компаниям. Так, по состоянию на 2019 г. доля компании «Газпром» с капитализацией в 6,07 трлн руб. составляла 13,56% общей капитализации всего рынка. Доля, приходящаяся на финансовые компании, которые мы исключили из выборки (в числе которых такие крупные банки, как «Сбербанк» и «ВТБ»), – 15,2%, а доля рассматриваемых нами 76 компаний – 58%. В начале рассматриваемого нами периода, в 2013 г., общая доля крупнейших компаний составляла 74%, а в конце, в 2019 г., – 87%. Это свидетельствует о том, что более чем три четверти всей капитализации российского рынка,

Таблица 1

Описательная статистика горизонта и инвестиций в НИОКР по отраслям

Название отрасли / сектора	Число компаний	НИОКР, % выручки	Возраст генерального директора	Число лет генерального директора в должности
Информационные технологии	4	5,01	44,4	9,9
Телекоммуникации	4	1,50	47,1	3,6
Золото (по данным Thomson Reuters)	4	1,45	49,8	7,5
Электроэнергетика	16	1,05	49,6	4,1
Нефтегазовая	9	0,54	57,4	11,1
Металлы и руды	4	0,50	44,9	5,9
Железо и сталь	6	0,43	51,9	4,5
Потребительские товары и услуги	8	0,20	45,3	8,4
Логистика	4	0,17	52,9	6,3
Другое	4	0,10	54,0	3,7
Строительство и инженерия	4	0,08	45,2	8,3
Химическая	2	0,00	50,5	4,5
Переработка пищевых продуктов	2	0,00	42,1	5,1

Источник: расчеты авторов.

если не исключать «Газпром»⁵ и финансовый сектор, принадлежит рассматриваемым нами компаниям, а значит, выводы, которые справедливы для выборки, с высокой вероятностью будут справедливы для всей генеральной совокупности российских публичных компаний.

В табл. 1 представлены инвестиции в НИОКР, средний возраст и число лет генерального директора на должности в зависимости от отрасли. Следует отметить, что самый высокий процент инвестиций отмечается в секторе ИТ, – 5,01% выручки, что более чем в три раза превосходит следующую отрасль (телекоммуникации) и в 10 раз превосходит нефтегазовую отрасль. Самый высокий показатель среднего срока пребывания в должности у генеральных директоров в нефтегазовой отрасли (11 лет), которая также лидирует по показателю среднего значения возраста (57 лет). В то же время самые молодые директора, в среднем от 42 до 45 лет, возглавляют компании сектора ИТ, металлургического сектора, потребительских товаров, строительства и инженерии, а также переработки пищевых продуктов. Стоит отметить, что при этом максимальный средний срок работы менеджмента характерен, помимо нефтегазовой отрасли, для сектора ИТ, потребительских товаров, строительства и инженерии. Коротким средним сроком работы отличаются отрасли телекоммуникаций, коммунальных услуг, металлургии, химическая. Таким образом, помимо сильно выделяющейся в этом плане нефтегазовой отрасли, мы можем выделить первую группу отраслей, где преобладают молодые и долго работающие на этой позиции директора (ИТ, сектор потребительских товаров, строительства и инженерии); вторую – где преобладают директора старшего возраста и с небольшим сроком работы (железо, логистика).

⁵ Компания «Газпром» была исключена из выборки, поскольку большая доля акций данной компании принадлежит государству, что очень серьезно влияет на выводы о принятии решений в данной компании.

4.2. Модель

В качестве зависимой переменной мы используем инвестиции в исследования и разработки (*R&D*). Следуя методологии (Tang, Li, Yang, 2015; Li et al., 2021), мы создали переменную, отвечающую за инвестиции в НИОКР, которая определяется как отношение затрат компании на НИОКР, измеряемое в миллионах рублей, к выручке, также измеряемой в миллионах рублей, в рассматриваемом году. Для тех компаний, которые не раскрывали информации по НИОКР, мы приравнивали значение данного показателя к 0, следуя методологии (Hirshleifer et al., 2012; Vena et al., 2017).

В предыдущих исследованиях для определения горизонта принятия решений генеральными директорами широко использовались такие переменные, как их возраст (Oh et al., 2016) и срок пребывания на должности (McClelland et al., 2012). Однако, как правило, данные переменные применялись в моделях отдельно. Начиная с работы (Lee et al., 2018), возраст и срок стали использовать совместно, создав синтетическую переменную (*synthetic variable*) для определения ожидаемого горизонта принятия решений. Следуя методике (Li et al., 2021), мы измерили горизонт принятия решений генерального директора с поправкой на отрасль, рассчитав его по формуле

$$Horizon_{i,t} = (CEOAge_{i,t} - CEOAge_{average}) + (CEOTenure_{i,t} - Tenure_{average}), \quad (1)$$

где $CEOTenure_{i,t}$ – число лет, которое генеральный директор занимает свою позицию в компании i в году t ; $Tenure_{average}$ – среднее по отрасли значение для максимального числа лет, которое генеральный директор занимает свою позицию; $CEOAge_{i,t}$ – возраст генерального директора компании i в году t ; $CEOAge_{average}$ – среднее значение для максимального числа лет генерального директора в каждой отрасли⁶.

Следует отметить, что значение горизонта принятия решений для генерального директора может быть как положительным, так и отрицательным. Положительное значение будет означать, что генеральный директор рассматриваемой компании имеет более длинный горизонт принятия решений, чем средний генеральный директор находится в отрасли. Это может быть связано с тем, что данный генеральный директор моложе или с тем, что число лет в должности ниже среднего по отрасли.

Для того чтобы разделить эффекты возраста и срока пребывания в должности, мы создали переменные *HorizonTenure* и *HorizonAge*. Первая переменная для компании i измерялась как срок генерального директора в данной компании с поправкой на среднеотраслевое значение. Среднеотраслевое значение было рассчитано в два этапа: на первом этапе для компании i определялся максимальный срок пребывания в должности каждого генерального директора в данной компании. На втором этапе считалось среднее значение по всем максимальным срокам для отрасли, к которой принадлежит данная компания. Для второй переменной расчеты проводились аналогичным образом.

Изменчивость денежных потоков для рассматриваемой компании измерялась как стандартное отклонение EBITDA этой компании за рассматриваемый период, деленный на EBITDA в году t . Такой способ измерения изменчивости показателей доходности ранее неоднократно применялся в других исследованиях.

⁶ Для $CEOTenure_{Average}$ и $CEOAge_{Average}$ были взяты средние значения для отрасли и посчитаны внутри выборки.

Давление на показатели эффективности компании (performance pressure) измерялось как разница между средним показателем ROA в отрасли, к которой относится компания и ROA компании за предыдущий год. Для рассматриваемого года использовались показатели предыдущего периода. Была создана бинарная переменная, которая принимает значение 1, если разница выше нуля, и значение 0, если разницы в показателях эффективности нет. Более высокое значение данной переменной отражает более сильное давление на рассматриваемую компанию.

Контрольные переменные, которые могут влиять на инвестиции в R&D, мы разделили на две подгруппы: отраслевые и корпоративного управления. Отраслевые включают размер фирмы (*Firm_size*), долговую нагрузку (*Leverage*), прибыльность (*Profitability*) и рост уровня продаж (*Sales_growth*). Контрольные переменные корпоративного управления включают долю собственного капитала генерального директора в компании (*CEOEquity*), число членов в совете директоров (*Board*) и долю независимых директоров в составе такого совета (*Independent_Director*). Более подробное описание переменных можно найти в табл. 2.

Таблица 2

Основные переменные, использованные для построения моделей

Название переменной	Определение	Единицы измерения
Зависимая переменная		
$R\&D_{i,t}$	Годовые затраты компании на НИОКР, деленные на выручку компании на конец года	Млн руб.
Переменные для горизонта принятия решений		
$Horizon_{i,t}$	Длина ожидаемого горизонта принятия решений генерального директора с поправкой на среднеотраслевые значения по возрасту и сроку пребывания на должности, посчитанные по данным рассматриваемой выборки	Число лет
$HorizonTenure_{i,t}$	Величина пребывания генерального директора на должности в данной компании с поправкой на среднеотраслевое значение по сроку, посчитанное по данным рассматриваемой выборки	Число лет
$HorizonAge_{i,t}$	Возраст генерального директора с поправкой на среднеотраслевое значение по возрасту, посчитанное по данным рассматриваемой выборки	Число лет
Смягчающие переменные		
$Volatility_{i,t}$	Волатильность EBITDA за период с 2013 по 2019 г., деленная на EBITDA в году t	Единицы
$Perfpress_{i,t}$	Бинарная переменная, которая принимает значение 1, если показатель эффективности компании в году $t-1$ ниже или равен среднеотраслевому и значение 0 в противном случае	0 или 1
Контрольные переменные		
$Sales_growth_{i,t}$	Прирост выручки в году t по сравнению с годом $t-1$	Единицы
$Firm_size_{i,t}$	Натуральный логарифм стоимости активов компании плюс 1	Число
$Leverage_{i,t}$	Величина долга компании, деленная на стоимость активов	Единицы
$Profitability_{i,t}$	Чистая прибыль компании, деленная на стоимость активов	Единицы
$CEOEquity_{i,t}$	Доля собственного капитала генерального директора в компании	Единицы
$Board_{i,t}$	Число членов совета директоров	Человек
$Independent_Director_{i,t}$	Доля независимых директоров в составе совета директоров	Единицы

5. Эмпирические результаты

5.1. Описательная статистика

В табл. 3 представлена описательная статистика по основным интересующим переменным. Среднее значение для инвестиций в НИОКР у рассматриваемых в выборке 76 российских публичных компаний составляет 0,82% выручки, что составляет 3,163 млрд руб. Среднее значение горизонта принятия решений у генерального директора для рассматриваемых 76 публичных российских компаний составляет -3,5 года со стандартным отклонением в 11,5 лет. Это означает, что у среднестатистического генерального директора в рассматриваемой выборке горизонт будет на 3,5 года меньше, чем аналогичный показатель по отрасли. Чем ниже данный показатель у директора i , тем больше вероятность того, что компания будет инвестировать в НИОКР, поскольку более молодой и менее опытный генеральный директор будет склонен брать на себя больше риска и совершать долгосрочные инвестиции. Стандартное отклонение горизонта в 11,5 лет указывает на то, что разнородность горизонтов принятия решений у генеральных директоров в рассматриваемой выборке достаточно высокая. Также следует обратить внимание на значение давления на эффективность компаний, равное 0,65, означающее, что давление на рассматриваемые в выборке публичные компании российского рынка довольно большое.

Таблица 3

Описательная статистика по основным переменным

Переменная	Число наблюдений	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум
<i>RDS</i>	532	0,824	2,545	0	22,445
<i>Horizon</i>	532	-3,532	11,559	-31,61	33,83
<i>HorizonAge</i>	532	-1,555	8,075	-24	18,75
<i>HorizonTenure</i>	532	-1,977	6,965	-21,23	25,08
<i>Age</i>	532	49,453	8,866	30	71
<i>Tenure</i>	532	6,412	5,858	1	36
<i>Perfpress</i>	532	0,652	0,476	0	1
<i>Salesgrowth</i>	532	0,123	0,278	-0,306	4,537
<i>Firmsize</i>	532	5,318	1,438	1,386	9,638
<i>Leverage</i>	532	0,325	0,254	0	2,11
<i>Profitability</i>	532	0,047	0,217	-2,5	0,959
<i>CEOEquity</i>	532	0,076	0,169	0	0,791
<i>Board</i>	532	12,131	3,958	4	23
<i>Independent Director</i>	532	0,261	0,183	0	0,667

Источники: Базы данных "Bloomberg", "Thomson Reuters" и "CapitalIQ".

Таблица 4

Корреляционная матрица между основными интересующими нас переменными

Переменная	<i>RDS</i>	<i>Horizon</i>	<i>Salesgrowth</i>	<i>Firmsize</i>	<i>Leverage</i>	<i>Profitability</i>	<i>CEOEquity</i>	<i>Board</i>	<i>Independent Director</i>
<i>RDS</i>	1,00								
<i>Horizon</i>	0,163***	1,00							
<i>Salesgrowth</i>	0,035	-0,151**	1,00						
<i>Firmsize</i>	0,020	0,212	-0,115***	1,00					
<i>Leverage</i>	-0,033	-0,084***	0,037	-0,009	1,00				
<i>Profitability</i>	-0,015	-0,516**	0,092**	0,055	0,2827	1,00			
<i>CEOEquity</i>	0,037	0,0126	0,036	-0,052	-0,0783*	0,057	1,00		
<i>Board</i>	0,092**	-0,125	-0,211***	0,363***	-0,0787*	0,063	-0,103**	1,00	
<i>Independent Director</i>	0,157***	0,140***	0,062	0,221***	0,060	0,026	0,223***	-0,330***	1,00

Примечание. В таблице символами «***», «**», «*» отмечены оценки, значимые на уровне 1, 5 и 10% соответственно.

Табл. 4 показывает корреляционную матрицу между основными интересующими нас переменными. По абсолютному значению все коэффициенты корреляции (за исключением коэффициента между переменной горизонта и прибылью компании) не превосходят величины в 36%, что говорит о том, что мультиколлинеарность не является для нас серьезной проблемой. Также мы посчитали показатель VIF, величина которого для рассматриваемых нами переменных варьирует от 1,16 до 3,11 со средним значением в 1,75, что еще раз указывает на то, что вероятность столкнуться с проблемой мультиколлинеарности невелика.

5.2. Измерение эффекта влияния горизонта принятия решений на инвестиции компаний в НИОКР

Результаты применения моделей, которые исследуют зависимость между горизонтом принятия решений генерального директора и инвестициями в R&D, можно увидеть в табл. 5.

Таблица 5

Горизонт принятия решений и инвестиции в НИОКР (зависимая переменная: R&D)

Переменная	Уравнение			
	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Horizon</i>	0,046***			
<i>HorizonAge</i>		0,047***		0,041***
<i>HorizonTenure</i>			0,060**	0,053***
<i>Sales_growth</i>	0,888**	0,739*	0,767**	0,893**
<i>Firm_size</i>	-0,326***	-0,275***	-0,283***	-0,327***
<i>Leverage</i>	-0,314	-0,588	-0,206	-0,270
<i>Profitability</i>	-0,383	-0,485	-0,419	-0,374

Окончание таблицы 5

Переменная	Уравнение			
	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>CEOEquity</i>	-1,299**	-1,137*	-1,506**	-1,34**
<i>Board</i>	0,186***	0,169***	0,172***	0,187***
<i>Independent Director</i>	3,905***	4,008***	3,790***	3,881***
Скорректированный (adjusted) R^2	0,096	0,078	0,081	0,095
Число наблюдений	532	532	532	532

Примечание. В таблице символами «***», «**», «*» отмечены оценки, значимые на уровне 1, 5 и 10% соответственно.

Источник: расчеты авторов.

Для проверки первой гипотезы были использованы следующие уравнения:

$$RDS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Horizon_{i,t} + \beta_2 Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (2)$$

$$RDS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 HorizonAge_{i,t} + \beta_2 Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (3)$$

$$RDS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 HorizonTenure_{i,t} + \beta_2 Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (4)$$

$$RDS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 HorizonAge_{i,t} + \beta_2 HorizonTenure_{i,t} + \beta_3 Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \quad (5)$$

Следует отметить, что для уравнений (2), (4) и (5) коэффициенты для переменной горизонта принятия решений положительны и статистически значимы на уровне в 1%, для уравнения (2) – на уровне 5%. Это означает то, что первая гипотеза подтвердилась: инвестиции в R&D растут с ростом горизонта принятия решений. Также данная статистическая значимость согласуется с портретом среднестатистического генерального директора на российском рынке, который был описан ранее. Молодой и не очень опытный генеральный директор будет готов взять на себя больше риска и будет менее привязан к текущим показателям эффективности, а значит, он более склонен инвестировать в долгосрочные активы.

Также особое внимание стоит уделить контрольным переменным. Статистически значимые отрицательные коэффициенты для показателей размера компании и доли собственного капитала генерального директора. Данные результаты благоприятны, поскольку показывают, что в НИОКР скорее инвестируют небольшие по размеру фирмы, у которых капитал генеральных директоров не привязан к показателям эффективности. В свою очередь, значимые положительные коэффициенты для показателей роста выручки, размера совета директоров и числа независимых директоров в компании также благоприятны.

5.3. Смягчающие эффекты от волатильности и давления на отрасль

Для проверки второй гипотезы были оценены следующие три уравнения:

$$RDS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Horizon_{i,t} + \beta_2 Volatility_{i,t} + \beta_3 Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (6)$$

$$RDS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 HorizonAge_{i,t} + \beta_2 Volatility_{i,t} + \beta_3 Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (7)$$

$$RDS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 HorizonTenure_{i,t} + \beta_2 Volatility_{i,t} + \beta_3 Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \quad (8)$$

В табл. 6 представлены результаты анализа эффекта влияния волатильности компаний на инвестиции в НИОКР. Гипотеза H2 о влиянии смягчающего эффекта изменчивости денежных потоков на инвестиции в НИОКР была отвергнута, поскольку во всех уравнениях коэффициенты при показателе волатильности статистически незначимы.

Таблица 6

Смягчающий эффект от волатильности (зависимая переменная: R&D)

Переменная	Уравнение		
	(6)	(7)	(8)
<i>Horizon</i>	0,046***		
<i>HorizonAge</i>		0,047***	
<i>HorizonTenure</i>			0,059***
<i>Volatility</i>	-0,012	-0,020	-0,014
<i>Sales_growth</i>	0,889**	0,741*	0,769*
<i>Firm_size</i>	-0,327***	-0,279***	-0,285***
<i>Leverage</i>	-0,314	-0,587	-0,207
<i>Profitability</i>	-0,388	-0,493	-0,426
<i>CEOEquity</i>	-1,300**	-1,139*	-1,506**
<i>Board</i>	0,186***	0,168***	0,172***
<i>Independent Director</i>	3,907***	4,010***	3,79***
Скорректированный (adjusted) R^2	0,095	0,077	0,079
Число наблюдений	532	532	532

Примечание. В таблице символами «***», «**», «*» отмечены оценки, значимые на уровне 1, 5 и 10% соответственно.

Источник: расчеты авторов.

Для проверки третьей гипотезы были оценены следующие три уравнения:

$$RDS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Horizon_{i,t} + \beta_2 Perfpress_{i,t} + \beta_3 Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (9)$$

$$RDS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 HorizonAge_{i,t} + \beta_2 Perfpress_{i,t} + \beta_3 Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (10)$$

$$RDS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 HorizonTenure_{i,t} + \beta_2 Perfpress_{i,t} + \beta_3 Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \quad (11)$$

В табл. 7 представлены результаты анализа эффекта влияния давления со стороны отрасли компаний на инвестиции в НИОКР. Гипотеза Н3 о влиянии смягчающего эффекта от давления со стороны отрасли на инвестиции в НИОКР подтвердилась.

Таблица 7

Смягчающий эффект от давления на показатели эффективности (зависимая переменная: R&D)

Переменная	Уравнение		
	(9)	(10)	(11)
<i>Horizon</i>	0,026*		
<i>HorizonAge</i>		0,005	
<i>HorizonTenure</i>			0,032*
<i>Performance Pressure</i>	0,593*	0,998***	0,086***
<i>Sales_growth</i>	0,803**	0,677*	0,749*
<i>Firm_size</i>	-0,316***	-0,286***	-0,306***
<i>Leverage</i>	-0,406	-0,543	-0,353

Окончание таблицы 7

Переменная	Уравнение		
	(9)	(10)	(11)
<i>Profitability</i>	-0,391	-0,436	-0,387
<i>CEOEquity</i>	-1,360**	-1,139*	-1,499**
<i>Board</i>	0,183***	0,172***	0,179***
<i>Independent Director</i>	3,847***	3,823***	3,756***
Скорректированный (adjusted) R^2	0,099	0,094	0,1
Число наблюдений	532	532	532

Примечание. В таблице символами «***», «**», «*» отмечены оценки, значимые на уровне 1, 5 и 10% соответственно.

Источники: расчеты авторов.

Результаты анализа уравнений (9), (10) и (11) (табл. 7) указывают на то, что значимое положительное влияние горизонта принятия решений генерального директора на инвестиции НИОКР становится слабее при наличии давления на компании со стороны отрасли. Однако предположение о том, что у переменной инвестиций в НИОКР будет отрицательная зависимость от переменной давления на показатели эффективности оказалось неверным. Значимая положительная связь между этими двумя переменными говорит о том, что в отрасли должно существовать некоторое эталонное значение для показателей эффективности компаний, к которому компании стремятся, инвестируя в долгосрочные проекты, даже несмотря на то что горизонт принятия решений у генеральных директоров при этом сокращается.

5.4. Проверка выборки на устойчивость результатов

Взаимосвязь между горизонтом принятия решений генерального директора и инвестициями в НИОКР также может быть объяснена желанием компании сменить генерального директора, который обусловит сдвиг в пользу внедрения в ней более долгосрочных стратегий. Чтобы посмотреть, зависит ли наша переменная горизонта от подобных изменений, мы сократили выборку, убрав из нее компании, где генеральный директор менялся хотя бы в одном из рассматриваемых годов. Таким образом, мы получили выборку из 36 компаний, или 252 наблюдения. Результаты представлены в табл. 8. Все коэффициенты при

Таблица 8

Горизонт принятия решений и инвестиции в НИОКР: выборка без компаний, где менялся CEO (зависимая переменная: $R\&D$)

Переменная	Уравнение			
	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Horizon</i>	0,078***			
<i>HorizonAge</i>		0,060**		0,044
<i>HorizonTenure</i>			0,140***	0,131***
<i>Salesgrowth</i>	2,864**	2,602*	3,113**	3,061**
<i>Firmsize</i>	-0,604***	-0,433***	-0,527***	-0,615***

Окончание таблицы 8

Переменная	Уравнение			
	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Leverage</i>	-1,355	-1,756**	-1,247	-2,684**
<i>Profitability</i>	-0,292	-0,0729	0,359	-0,032
<i>CEOEquity</i>	-2,286**	-1,856	-2,840**	-2,684**
<i>Board</i>	0,282***	0,202***	0,268***	0,298***
<i>Independent Director</i>	7,599***	6,954***	7,265***	7,616***
Скорректированный (adjusted) R^2	0,178	0,146	0,150	0,154
Число наблюдений	252	252	252	252

Примечание. В таблице символами «***», «**», «*» отмечены оценки, значимые на уровне 1, 5 и 10% соответственно.

Источник: расчеты авторов.

переменных горизонта остаются положительными и значимыми, что подтверждает наше предположение о том, связь между решением компании об инвестициях в НИОКР и горизонтом принятия решений генерального директора не зависит от желания компании менять генерального директора.

Далее мы решили проверить выборку на смещенность (sample bias). Для этого мы, во-первых, исключили две отрасли с самым высоким показателем инвестиций в НИОКР: отрасль ИТ и отрасль телекоммуникаций. Результаты можно увидеть в табл. 9. Коэффициенты для переменных *Horizon* и *HorizonTenure* оста-

Таблица 9

Проверка выборки на смещенность: выборка без отраслей с высоким процентом инвестиций в НИОКР (зависимая переменная: $R\&D$)

Переменная	Уравнение			
	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Horizon</i>	0,147**			
<i>HorizonAge</i>		0,011		0,009
<i>HorizonTenure</i>			0,023**	0,022**
<i>Sales_growth</i>	0,369*	0,309	0,338	0,371*
<i>Firm_size</i>	-0,082	-0,422***	-0,071	0,083*
<i>Leverage</i>	0,127	-0,034	0,193	0,179
<i>Profitability</i>	-0,612**	-0,060	-0,609**	-0,601**
<i>CEOEquity</i>	-0,434	-0,395	-0,532	-0,487
<i>Board</i>	0,127***	0,110***	0,124***	0,128***
<i>Independent Director</i>	-0,256	-0,025	-0,101	-0,058
Скорректированный (adjusted) R^2	0,100	0,092	0,126	0,170
Число наблюдений	476	476	476	476

Примечание. В таблице символами «***», «**», «*» отмечены оценки, значимые на уровне 1, 5 и 10% соответственно.

Источник: расчеты авторов.

Таблица 10

Проверка выборки на смещенность: выборка без 10% компаний с самой высокой капитализацией (зависимая переменная: $R\&D$)

Переменная	Уравнение			
	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Horizon</i>	0,052***			
<i>HorizonAge</i>		0,047***		0,042***
<i>HorizonTenure</i>			0,075***	0,069***
<i>Salesgrowth</i>	0,921**	0,716*	0,824*	0,950**
<i>Firmsize</i>	-0,424***	-0,415***	-0,338***	-0,408***
<i>Leverage</i>	-0,356	-0,560	-0,215	-0,278
<i>Profitability</i>	-0,461	-0,554	-0,456	-0,438
<i>CEOEquity</i>	-1,183*	-1,191*	-1,403**	-1,226*
<i>Board</i>	0,208***	0,199***	0,191***	0,207***
<i>Independent Director</i>	4,607***	4,785***	4,344***	4,510***
Скорректированный (adjusted) R^2	0,104	0,083	0,090	0,104
Число наблюдений	476	476	476	476

Примечание. В таблице символами «***», «**», «*» отмечены оценки, значимые на уровне 1, 5 и 10% соответственно.

Источник: расчеты авторов.

лись значимыми на уровне 1% и 5%, что говорит об устойчивости переменной для горизонта принятия решений к различным отраслевым стимулам у российских публичных компаний инвестировать в НИОКР.

Во-вторых, мы исключили восемь самых крупных компаний по параметрам рыночной капитализации: «ЛУКОЙЛ», «Новатек», «Роснефть», «Сургутнефтегаз», «Транснефть», «Татнефть», «X5 Retail», «Магнит» – что составило 10% выборки. Результаты можно увидеть в табл. 10. Из показателей табл. 10 можно сделать вывод о том, что положительная зависимость между инвестициями в НИОКР и горизонтом принятия решений сохраняется на 1%-ном уровне значимости. Это свидетельствует о независимости рассматриваемой выборки публичных компаний от показателей крупнейших игроков. Следовательно, решения о долгосрочных инвестициях у генерального директора не смещены в сторону публичных компаний, которые являются наиболее влиятельными в корпоративном секторе России.

В-третьих, мы решили исключить из выборки компании, в которых инвестиции в НИОКР хотя бы один из наблюдаемых годов были равны 0. Это привело нас к выборке из 50 компаний. Результаты можно увидеть в табл. 11. Из таблицы видно, что коэффициенты при всех переменных, кроме показателя прибыльности (незначим) и роста выручки (значим на уровне 5%) стали значимыми на 1%-ном уровне. Это говорит об улучшении качества модели и может быть сигналом о том, что компании, которые придерживаются более долгосрочных стратегий, также имеют более стабильные финансовые показатели и механизмы корпоративного управления более высокого качества.

Таблица 11

Проверка выборки на смещенность: выборка без компаний с нулевыми инвестициями в НИОКР (зависимая переменная: $R\&D$)

Переменная	Уравнение			
	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Horizon</i>	0,064***			
<i>HorizonAge</i>		0,081***		0,048***
<i>HorizonTenure</i>			0,070***	0,073*
<i>Sales_growth</i>	1,334**	1,294*	1,106**	1,343**
<i>Firm_size</i>	-0,672***	-0,646***	-0,600***	-0,671***
<i>Leverage</i>	-1,920***	-2,106***	-1,785***	-1,975***
<i>Profitability</i>	-0,427	-0,514	-0,572	-0,436
<i>CEOEquity</i>	-3,589***	-3,332***	-3,510***	-3,534***
<i>Board</i>	0,242***	0,231***	0,219***	0,241***
<i>Independent Director</i>	6,532***	6,670***	6,711***	6,550***
Скорректированный (adjusted) R^2	0,172	0,165	0,139	0,170
Число наблюдений	350	350	350	350

Примечание. В таблице символами «***», «**», «*» отмечены оценки, значимые на уровне 1, 5 и 10% соответственно.

Источник: расчеты авторов.

Таким образом, можно заключить, что полученные нами результаты не зависят от решения компаний менять генерального директора, для того чтобы увеличить инвестиции в НИОКР. Помимо этого, результаты исследования не обусловлены наличием в выборке крупных игроков из российского корпоративного сектора. Результаты также не обусловлены наличием в выборке компаний из отраслей ИТ и телекоммуникаций, где доля инвестиций в НИОКР выше, чем в других рассмотренных отраслях. Проверка выборки на устойчивость результатов также показала, что качество модели улучшается, если из выборки исключить компании, значения НИОКР которых равно 0.

6. Заключение

В данной работе мы исследовали связь между горизонтом принятия решений генерального директора компании и инвестициями в НИОКР на российском рынке за период с 2013 по 2019 г. По результатам исследования мы пришли к выводу о том, что долгосрочные инвестиции положительно связаны с ожидаемым горизонтом принятия решений, который определяется через такие персональные характеристики генерального директора, как возраст и число лет пребывания на должности. Более того, число лет пребывания на должности для российских генеральных директоров более значим для принятия решений. Другими словами, в России сильно выражен эффект в инновациях: сокращение личного горизонта принятия решений генерального директора приводит к снижению инвестиций в НИОКР.

Следует отметить, что эффект влияния горизонта принятия решений на НИОКР усиливается, если рассматривать только те компании, у которых за рас-

сма­три­вае­мый пе­ри­од бы­ли не­ну­ле­вые ин­ве­сти­ции в НИОКР. Так­же со­хра­ня­ет­ся по­ло­жи­тель­ная вза­им­ная связь ме­жду дли­ной го­ри­зон­та при­ня­тия ре­ше­ний ге­не­раль­ных ди­рек­то­ров и ин­ве­сти­ци­ями ком­па­ний в НИОКР, ес­ли из вы­бор­ки ис­клю­чить круп­ней­ших иг­ро­ков кор­по­ра­тив­но­го сек­то­ра и ком­па­нии из от­рас­лей с вы­со­кой до­лей ин­ве­сти­ций в НИОКР. Вы­бор­ка ус­той­чи­ва к при­ня­тию ре­ше­ния ком­па­ний о смене ге­не­раль­но­го ди­рек­то­ра для уве­личе­ния ин­ве­сти­ций в НИОКР. Ре­зуль­та­ты ис­сле­до­ва­ния улу­ча­ют­ся, ес­ли из вы­бор­ки у­брать ком­па­нии с ну­ле­вы­ми ин­ве­сти­ци­ями в НИОКР.

Пос­ко­ль­ку в ли­те­ра­ту­ре ес­ть до­ка­за­тель­ства то­го, что бо­лее мо­ло­дые и ме­нее опы­тные ге­не­раль­ные ди­рек­то­ра, ко­то­рые пре­об­ла­да­ют в рас­сма­три­вае­мой на­ми вы­бор­ке, скло­нны брать на се­бя бо­ль­ше ри­ска и при­ни­мать дол­го­сроч­ные ре­ше­ния, то ста­ти­сти­че­ские ре­зуль­та­ты на­шей ра­боты со­от­но­сят­ся с по­став­лен­ны­ми ги­по­те­за­ми. Во-пер­вых, при­ня­тие ре­ше­ний об ин­ве­сти­циях в НИОКР в ком­па­нии оп­ре­де­ля­ет­ся сте­пен­ью от­кло­не­ния воз­ра­ста и сро­ка пре­бы­ва­ния на до­л­ж­но­сти ге­не­раль­но­го ди­рек­то­ра от сред­не­от­рас­ле­вых по­ка­за­те­лей. Во-вто­рых, чем вы­ше дав­ле­ние со сто­ро­ны от­рас­ли на по­ка­за­те­ли эф­фек­тив­но­сти ком­па­ний, тем мень­ше дли­на го­ри­зон­та и тем мень­ше же­ла­ние ге­не­раль­но­го ди­рек­то­ра ком­па­ний при­бе­гать к дол­го­сроч­ным ин­ве­сти­ци­ям. Ги­по­те­за о влия­нии во­ла­тиль­но­сти ком­па­нии на ин­ве­сти­ции в НИОКР и на го­ри­зон­т при­ня­тия ре­ше­ний ге­не­раль­но­го ди­рек­то­ра не под­твер­ди­лась.

Та­ким об­раз­ом, на­ше ис­сле­до­ва­ние яв­ля­ет­ся од­ним из пер­вых ис­сле­до­ва­ний влия­ния го­ри­зон­та ре­ше­ний ге­не­раль­но­го ди­рек­то­ра на дол­го­сроч­ные ин­ве­сти­ции на рос­сий­ском рын­ке. Нам уда­лось под­твер­дить факт то­го, что дли­на го­ри­зон­та ре­ше­ний оп­ре­де­ля­ет­ся та­ки­ми пер­со­наль­ны­ми ха­рак­те­ри­сти­ка­ми, как воз­ра­ст и срок пре­бы­ва­ния в до­л­ж­но­сти. Это со­от­но­сит­ся с ран­ее про­во­ди­в­ши­ми ис­сле­до­ва­ния­ми го­ри­зон­та на аме­ри­кан­ском и ки­тай­ском рын­ках и обос­но­вы­ва­ет­ся не­же­ла­нием бо­лее зре­лых и опы­тных ге­не­раль­ных ди­рек­то­ров брать на се­бя из­бы­точ­ный ри­ска и став­ить на кон ре­пу­та­цию пе­ред вы­хо­дом на пен­сию.

По­лу­чен­ные на­ми ре­зуль­та­ты мо­гут им­еть прак­ти­че­ское при­ме­не­ние при оп­ре­де­ле­нии сти­му­ли­ру­ю­щих ме­ха­низ­мов и вы­плат бо­ну­сов ме­не­д­же­рам ком­па­ний. Воз­мож­но, для улу­чше­ния по­ка­за­те­лей эф­фек­тив­но­сти и уве­личе­ния ин­ве­сти­ций в НИОКР фир­мам сле­ду­ет уде­лять бо­ль­шее вни­ма­ние та­ким пер­со­наль­ным ха­рак­те­ри­сти­кам, как воз­ра­ст и срок пре­бы­ва­ния топ-ме­не­д­же­ра в до­л­ж­но­сти и пред­ла­гать кон­трак­ты, ко­то­рые за­ви­сят от дол­го­сроч­ных по­ка­за­те­лей ком­па­нии. Кро­ме то­го, в ка­че­стве от­кры­то­го во­про­са для даль­ней­ших ис­сле­до­ва­ний сле­ду­ет от­ме­тить, как влия­ет на­ли­чие за­фик­си­ро­ван­ной дол­го­сроч­ной стра­те­гии у ком­па­ний на про­бле­мы го­ри­зон­та при­ня­тия ре­ше­ний.

ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

- Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И.** (2021). Рос­сий­ский фон­до­вый ры­нок: тен­ден­ции, вы­зо­вы, ори­ен­ти­ры раз­ви­тия // *Во­про­сы э­ко­но­ми­ки*. № 11. С. 5–32. DOI: 10.32609/0042-8736-2021-11-5-32 [Abramov A.E., Radygin A.D., Chernova M.I. (2021). Russian stock market: Trends, challenges and solutions. Academic view. *Voprosy Ekonomiki*, 11, 5–32.
- Аганбегян А.Г.** (2015). О пре­одо­ле­нии ре­цес­сии и стаг­фля­ции в э­ко­но­ми­ке Рос­сии. В сб.: «О ме­рах по пре­одо­ле­нию кри­зис­ных про­цес­сов в э­ко­но­ми­ке Рос­сии». М.:

- Государственная дума. С. 63–78. [Aganbegjan A.G. (2015). On overcoming recession and stagflation in Russian Economy. In: “On overcoming crises processes in Russian economy”. Moscow: The State Duma, 63–78 (in Russian).]
- Березинская О.Б., Ведев А.Л.** (2014). Инвестиционный процесс в российской экономике: потенциал и направления активизации // *Вопросы экономики*. № 4. С. 4–16. [Berezinskaya O.B., Vedev A.L. (2014). Investments in the Russian economy: Their potential and activation directions. *Voprosy Ekonomiki*, 4, 4–16 (in Russian).]
- Бессонова Е.В., Цветкова А.Н.** (2020). Рост производительности и выход неэффективных предприятий с рынков // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 4 (48). С. 185–196. [Bessonova E.V., Tsvetkova A.N. (2020). Productivity growth and inefficient firms’ exit from the market. *Journal of the New Economic Association*, 4 (48), 185–196 (in Russian).]
- Буклемишев О.В.** (2016). Инвестиционная пауза в российской экономике и ее преодоление // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 1 (29). С. 160–167. [Buklemishev O.V. (2016). Overcoming investment pause in the Russian economy. *Journal of the New Economic Association*, 1 (29), 160–167 (in Russian).]
- Бюиссон Ф.** (2022). Анализ поведенческих данных на R и PYTHON. Москва: ДМК-Пресс. 368 с. [Buisson F. (2022). *Data Analysis with R and Python*. 368 p. (in Russian).]
- Ведев А.Л., Косарев А.Е.** (2012). Некоторые количественные оценки воздействия институциональных ограничений на экономический рост в России // *Экономическая политика*. № 1. С. 50–65. [Vedev A.L., Kosarev A.E. (2012). Some quantitative assessments of the impact of institutional constraints on economic growth in Russia. *The Economic Policy*, 1, 50–65 (in Russian).]
- Всемирный банк (2015). Начало новой экономической эры? // *Доклад об экономике России*. № 33. Апрель. Режим доступа: <http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/eca/russia/er33-rus.pdf> [World Bank Group (2015). The beginning of a new economic era? *Report on the Russian Economy*, 33. Available at: <http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/eca/russia/er33-rus.pdf> (in Russian).]
- Голикова Ю.А.** (2015). Корпорации России: состояние и перспективы развития // *Российское предпринимательство*. № 5 (183). С. 46–51. [Golikova Yu.A. (2015). Corporations in Russia: The current state and development prospects. *Russian Journal of Entrepreneurship*, 5 (183), 46–51 (in Russian).]
- Замулин О.А.** (2016). Россия в 2015 г.: рецессия со стороны предложения // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 1 (29). С. 181–185. [Zamulin O.A. (2016). Russia in 2015: A supply-side recession. *Journal of the New Economic Association*, 1 (29), 181–185 (in Russian).]
- Земцов С.П.** (2020). Институты, предпринимательство и региональное развитие в России // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 2 (46). С. 168–181. [Zemtsov S.P. (2020). Institutions, entrepreneurship, and regional development in Russia. *Journal of the New Economic Association*, 2 (46), 168–181 (in Russian).]
- Земцов С.П.** (2021). Новые технологии и развитие регионов в современных условиях // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 3 (51). С. 196–208. [Zemtsov S.P. (2021). New technologies and regional development in the modern period. *Journal of the New Economic Association*, 3 (51), 196–208 (in Russian).]

- Земцов С.П., Чернов А.В.** (2019). Какие высокотехнологичные компании в России растут быстрее и почему // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 1 (41). С. 68–99. [Zemtsov S.P., Chernov A.V. (2019). What high-tech companies in Russia grew faster and why? *Journal of the New Economic Association*, 1 (41), 68–99 (in Russian).]
- Кудрин А.Л., Гурвич Е.Т.** (2015). Государственное стимулирование или экономические стимулы? // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 2 (26). С. 179–186. [Kudrin A.L., Gurvich E.T. (2015). Government stimulus or economic incentives? *Journal of the New Economic Association*, 2 (26), 179–186 (in Russian).]
- РБК (2015). Рейтинг РБК 500. Крупнейшие компании России. М.: РБК. Режим доступа: <http://marketing.rbc.ru/research/562949997637297.shtml> [RBK Group (2015). *RBC500 Group ranking. Russia's biggest companies*. Moscow: RBK Group. Available at: <http://marketing.rbc.ru/research/562949997637297.shtml> (in Russian).]
- Сайбель Н., Ковальчук А.** (2018). Фондовый рынок России: проблемы и перспективы развития // *Финансы и кредит*. № 24 (10). С. 613–626. [Saibel' N., Koval'chuk A. (2018). The Russian stock market: Problems and the development prospects. *Finance & Credit*, 24 (10), 613–626 (in Russian).]
- Чиркова Е.В., Агамян Г.Р.** (2015). Инсайдерская торговля на российском фондовом рынке перед объявлениями о сделках по слияниям и поглощениям // *Экономический журнал ВШЭ*. № 3. С. 395–422. [Chirkova E.V., Agamian G.R. (2015). Insider trading in the Russian stock market before the announcements of mergers and acquisitions deals. *The HSE Economic Journal*, 3, 395–422 (in Russian).]
- Antia M., Pantzalis C., Park J.C.** (2010). CEO decision horizon and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Corporate Finance*, 16 (3), 288–301.
- Bae S.C., Kim D.** (2003). The effect of R&D investments on market value of firms: Evidence from the U.S., Germany, and Japan. *Multinational Business Review*, 11 (3), 51–67.
- Bajgar M., Berlingieri G., Calligaris S., Criscuolo C., Timmis J.** (2019). Industry concentration in Europe and North America. *OECD Productivity Working Papers*, 18. Paris: OECD Publishing. DOI: 10.1787/2ff98246-en
- Bank of Russia (2017). *Bank of Russia review of corporate governance*. Available at: <https://www.cbr.ru/eng/press/event/?id=1039>
- Bena J., Ferreira M.A., Matos P., Pires P.** (2017). Are foreign investors locusts? The long-term effects of foreign institutional ownership. *Journal of Financial Economics*, 126 (1), 122–146.
- Bhojraj S., Libby R.** (2005). Capital market pressure, disclosure frequency-induced earnings/cash flow conflict, and managerial myopia. *The Accounting Review*, 80 (1), 1–20.
- Black B.** (2001). The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, 2, 89–108.
- Black B., Carvalho A.G., Khanna V., Kim W., Yurtoglu B.** (2014). Methods for multicountry studies of corporate governance: Evidence from the BRIKT countries. *Journal of Economics*, 183, 230–240.
- Black B., Kraakman R., Tarassova A.** (2000). Russian privatization and corporate governance: What went wrong? *Stanford Law Review*, 2 (6), 1731–1808.
- Blöchliger H., Wildnerova L.** (2020). Productivity of the Russian firms: Seven stylized facts // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 4 (48). С. 217–229. [Blöchliger H.,

- Wildnerova L.** (2020). Productivity of the Russian firms: Seven stylized facts. *Journal of the New Economic Association*, 4 (48), 217–229 (in English).]
- Cain M.D., McKeon S.B.** (2016). CEO personal risk-taking and corporate policies. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 51 (1), 139–164.
- Campbell R.J., Jeong S.H., Graffin S.D.** (2019). Born to take risk? The effect of CEO birth order on strategic risk taking. *The Academy of Management Journal*, 62 (4), 1278–1306.
- Chahyadi C., Wineka P.** (2019). How does CEO career origin influence firm's risk-taking? *Journal of Accounting & Finance*, 19 (4), 77–96.
- Cho S.Y., Kim S.K.** (2017). Horizon problem and firm innovation: The influence of CEO career horizon, exploitation and exploration on breakthrough innovations. *Research Policy*, 46 (10), 1801–1809.
- Costa D.F., Carvalho F.M., Moreira B.C.** (2019). Behavioral economics and behavioral finance: A bibliometric analysis of the scientific fields. *Journal of Economic Surveys*, 33 (1), 3–24.
- Dechow P., Ge W., Schrand C.** (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 344–401.
- Deloitte (2016). *Corporate governance structures of public Russian companies*. Available at: <https://www2.deloitte.com/ru/en/pages/risk/articles/2016/corporate-governancestructures-of-public-russian-companies.html>
- Denis D.J., McKeon S.B.** (2020). *Persistent negative cash flows, staged financing, and the stockpiling of cash balances*. DOI: 10.2139/ssrn.3622453
- Doring S., Drobetz W., El Ghouli S., Guedhami O., Schro H.** (2021). Institutional investment horizons and firm valuation around the world. *Journal of International Business Studies*, 52, 212–244.
- Edelman W.J., Randall T.** (2019). Will tenure voting give managers lifetime tenure? *Texas Law Review*, 97, 991–1029.
- Enikolopov R., Stepanov S.** (2013). Corporate governance in Russia. In: M. Alexeev, S. Weber (eds.). *The Oxford Handbook of the Russian Economy*. Oxford: Oxford University Press, 221–245.
- Fama E.F.** (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88 (2), 288–307.
- Finkelstein S., Hambrick D.C., Cannella A.A.** (2009). *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams and boards*. Oxford: Oxford University Press. 463 p.
- Gentry R.J., Shen W.** (2013). The impacts of performance relative to analyst forecasts and analyst coverage on firm R&D intensity. *Strategic Management Journal*, 34 (1), 121–130.
- Greenspan A., Wooldridge A.** (2018). *Capitalism in America: A history*. New York: Penguin Press.
- Haltiwanger J., Jarmin R., Miranda J.** (2011). Who creates jobs? Small vs. large vs. young. *Working Paper 16300*. NBER. Available at: http://econweb.umd.edu/~haltiwan/size_age_paper_R&R_Aug_16_2011.pdf
- Hambrick D.C., Mason P.A.** (1984). Upper echelons: The organisation as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9 (2), 193–206.
- Hirshleifer D., Low A., Teoh S.H.** (2012). Are overconfident CEOs better innovators? *The Journal of Finance*, 67 (4), 1457–1498.
- Jensen M.C., Meckling W.H.** (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305–360.

- Jiang W.** (2018). Who are the short-termists? *Journal of Applied Corporate Finance*, 30 (4), 19–26.
- Kahneman D., Tversky A.** (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47 (2), 263–278.
- Kahneman D., Tversky A.** (2013). Prospect theory: An analysis of decision under risk. In: L.C. MacLean, W.T. Ziemba (eds.). *Handbook of the fundamentals of financial decision making: Part I* (World Scientific, Singapore), 99–127.
- Kaplan S.N., Sorensen M.** (2021). *Are CEOs different? Characteristics of top managers*. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3038660>
- Kempf A., Ruenzi S., Thiele T.** (2009). Employment risk, compensation incentives, and managerial risk taking: Evidence from the mutual fund industry. *Journal of Financial Economics*, 92 (1), 92–108.
- Khan S., Bradbury M.E.** (2014). Volatility and risk relevance of comprehensive income. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 10, 76–85.
- Kraft A.G., Vashishtha R., Venkatachalam M.** (2018). Frequent financial reporting and managerial myopia. *The Accounting Review*, 93 (2), 249–275.
- Laverty K.J.** (1996). Economic ‘myopia’: The debate, the unresolved issues, and the implications for management practice and research. *Academy of Management Review*, 21 (3), 825–860.
- Laverty K.J.** (2004). Managerial myopia or systemic myopia? The importance of managerial systems in valuing the long term. *Management Decision*, 42 (8), 949–962.
- Lazareva O., Rachinsky A., Stepanov S.** (2007). A survey of corporate governance in Russia. *CEFIR/ NES Working Paper No. 103*. Available at: <https://ssrn.com/abstract=997965> or DOI: 10.2139/ssrn.997965
- Lee J.M., Park J.C., Folta T.B.** (2018). CEO career horizon, corporate governance, and real options: The role of economic short-termism. *Strategic Management Journal*, 39 (10), 2703–2725.
- Li Y., Xu X., Zhu Y., Haq M.** (2021). CEO decision horizon and corporate R&D investments: An explanation based on managerial myopia and risk aversion. *Accounting & Finance*. DOI: 10.1111/acfi.12752
- Lucas G.J. J. Knoben, Meeus M.T.** (2018). Contradictory yet coherent? Inconsistency in performance feedback and R&D investment change. *Journal of Management*, 44 (2), 658–681.
- Martin G., Washburn N., Makri M., Gomez-Mejia L.R.** (2015). Not all risk taking is born equal: The behavioral agency model and CEO’s perception of firm efficacy. *Human Resource Management*, 54 (3), 483–498.
- Matta E., Beamish P.W.** (2008). The accentuated CEO career horizon problem: Evidence from international acquisitions. *Strategic Management Journal*, 29 (7), 683–700.
- McClelland P.L., Barker V.L., Oh W.Y.** (2012). CEO career horizon and tenure: Future performance implications under different contingencies. *Journal of Business Research*, 65 (9), 1387–1393.
- Merchant K.A., Van der Stede W.A.** (2007). *Management control systems: Performance measurement, evaluation and incentives*. London: Pearson Education. 480 p.
- Miller D.** (1991). Stale in the saddle: CEO tenure and the match between organization and environment. *Management Science*, 37 (1), 34–52.
- Minton B.A., Schrand C.** (1999). The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the costs of debt and equity financing. *Journal of Financial Economics*, 54, 423–460.

- OECD (2017). *Economic policy reforms: Going for growth*. Paris: OECD Publishing. DOI: 10.1787/growth-2017-en
- Oh W.Y., Chang Y.K., Cheng Z. (2016). When CEO career horizon problems matter for corporate social responsibility: The moderating roles of industry-level discretion and blockholder ownership. *Journal of Business Ethics*, 133 (2), 279–291.
- Palmer T.B., Wiseman R.M. (1999). Decoupling risk taking from income stream uncertainty: A holistic model of risk. *Strategic Management Journal*, 20 (11), 1037–1062.
- Schuster C.L., Nicolai A.T., Covin J.G. (2020). Are founder-led firms less susceptible to managerial myopia? *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 44 (3), 391–421.
- Schwab K. (2017). *The Fourth Industrial Revolution*. London: Penguin Books.
- Shleifer A., Vishny R.W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52 (2), 737–783.
- Sprenger C., Lazareva O. (2022). Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: Evidence from Russian unlisted firms. *Journal of Comparative Economics*, 50 (1), 71–100.
- Su S.Y. (2013). Volatility of accounting earnings. *Accounting and Business Research*, 43 (5), 558–578.
- Tang Y., Li J., Yang H. (2015). What i see, what i do: How executive hubris affects firm innovation. *Journal of Management*, 41 (6), 1698–1723.
- Tosun O.K. (2019). Why do large shareholders adopt a short-term versus a long-term investment horizon in different firms? *Financial Review*, 54 (4), 763–800.
- Vasiliev D.V. (2000). Corporate governance in Russia: Is there any chance of improvement. IMF conference and seminar on investment climate and Russia's economic strategy, Moscow. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/invest/pdf/vasil2.pdf>
- Zainullin S.B., Egorycheva E.A., Bondarchuk N.V., Kurashova A.A. (2018). The main issues of corporate governance in modern Russia. *Revista Espacios*, 39 (41), 37–52.

Поступила в редакцию 28.01.2022

Received 28.01.2022

A.N. Stepanova

Faculty of Economic Sciences, School of Finance, HSE University, Moscow, Russia

D.S. Podukhovich

Faculty of Economic Sciences, Corporate Finance Center, HSE University, Moscow, Russia

CEO decision-making horizon and R&D investments. Evidence from Russia

Abstract. Current paper raises the question of short-term decision horizon problem of a CEO and its influence on company's future investments. We investigate the presence of such a problem on the Russian market on which this kind of problem seems to be more pronounced. In this paper, on a sample of 76 Russian companies from 2013 to 2019, we examine how CEO's short-term investment horizon affects R&D in Russia. Firstly, we confirmed the existence of a positive relationship between the decision horizon and investment in R&D in the Russian market. In other words, the personal short termism of top managers significantly reduces company's investments in R&D. Secondly, we showed that performance pressure on companies from the industry reduces the length of the CEO's decision horizon. Moreover, if we shorten observation period and take pre-pandemic years 2016–2019, the influence of the CEO horizon on investment in R&D becomes stronger. The results of our research may have practical application in determining incentive contracts and bonus payments to top managers.

Keywords: *CEO decision horizon, R&D investments, CEO risk taking, CEO short-term, performance pressure.*

JEL Classification: G30, G32, G34, G40.

For reference: **Stepanova A.N., Podukhovich D.S.** (2023). CEO decision-making horizon and R&D investments. Evidence from Russia. *Journal of the New Economic Association*, 2 (59), 85–118.

DOI: 10.31737/22212264_2023_2_85-118

EDN: GXBEXI