

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.2.2023.95-109>

JEL classification: G30, G40, G41



# Детерминанты инвестиционного горизонта CEO. Обзор литературы

**Дмитрий Подухович**

стажер-исследователь, Научно-учебная лаборатория корпоративных финансов,

Школа финансов, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва, Россия,

dpoduhovich@hse.ru, [ORCID](#)

## Аннотация

В статье проведен всесторонний обзор литературы по факторам, влияющим на возникновение проблемы инвестиционного горизонта CEO – предпочтения краткосрочных инвестиций долгосрочным (шорт-термизма). Согласно имеющимся работам основной причиной данной проблемы зачастую является личное отношение CEO к риску, сформированное под влиянием таких факторов, как возраст, срок пребывания в должности и культурный багаж. Многочисленные предпосылки усугубления проблемы краткосрочных инвестиций в публичных компаниях описаны в современной академической литературе. Среди таких детерминант выделяются трудности с квартальной отчетностью, связь эффективности деятельности компании с краткосрочными метриками, рыночное давление и специфический профиль риска компании. Исследование McKinsey Global Institute, сосредоточенное на проблеме короткого горизонта, показывает, что компании, склонные к краткосрочным инвестициям, имеют более низкие основные экономические показатели и результаты эффективности деятельности. Консалтинговая компания Ernst & Young ввела Longterm Orientation Index (индекс долгосрочной ориентации), который позволяет сравнить горизонты решений между странами. В 2010 г. М. Аншия с соавторами представил метрику для измерения горизонтов решений CEO на основании личностных характеристик CEO. Несмотря на эти усилия, отсутствуют глубокие исследования, посвященные специфике проблемы инвестиционного горизонта CEO и ее отличию от более общей проблемы корпоративного инвестиционного горизонта. В данной статье не только эмпирически изучается проблема короткого инвестиционного горизонта, но также рассматривается ее проявление в различных странах, ее потенциальная корреляция с экономическими кризисами и соответствующими личностными качествами CEO. Предложены также стратегии по ослаблению воздействия проблемы инвестиционного горизонта CEO в компаниях.

**Ключевые слова:** инвестиционный горизонт CEO, корпоративный шорт-термизм, проблема горизонта CEO, поведенческие характеристики CEO, поведенческие корпоративные финансы

**Цитирование:** Podukhovich D. (2023) CEO Investment Horizon Problem and Possible Ways to Solve It. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(2): 95-109. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.2.2023.95-109>

Любой может планировать на краткосрочный период.  
Любой может планировать на долгосрочный период.  
Однако нахождение баланса между краткосрочным  
и долгосрочным горизонтами – это и есть настоящее планирование.

*Джек Уэлч, генеральный директор General Electric*

The journal is an open access journal which means that everybody can read, download, copy, distribute, print, search, or link to the full texts of these articles in accordance with CC Licence type: Attribution 4.0 International (CC BY 4.0 <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

## Введение

Достижение баланса между краткосрочным и долгосрочным планированием является неотъемлемой составляющей для роста рыночной стоимости публичной компании [1]. Джек Уэлч, слова которого стали эпиграфом к данной работе, возможно, понимал это лучше, чем кто-либо другой, поскольку за 20 лет его пребывания на посту CEO General Electric капитализация компании, которой он управлял, выросла более чем на 2800%<sup>1</sup>.

Некоторые решения, которые мы принимаем, приводят к мгновенным результатам, но есть и такие, которые требуют месяцев, а иногда даже лет для того, чтобы проявился хотя бы какой-то видимый полезный эффект. Моделирование процесса принятия решений усложняется тогда, когда действия, приводящие к долгосрочным выгодам, вынуждают пренебрегать краткосрочными результатами [2]. Справедливо и обратное. Однако пренебрежение долгосрочной перспективой ради мгновенной выгоды для человека является более естественным. Так устроено принятие решений: из-за фундаментального неприятия избыточного риска когнитивной составляющей нашего сознания мы боимся высокой неопределенности и ориентируемся на краткосрочные горизонты планирования гораздо чаще, чем на долгосрочные [3].

Генеральных директоров (CEO) можно рассматривать в качестве экономических агентов, принятие решений которых позволяет компаниям существовать в рыночной среде, расти в капитализации, а также сохранять и наращивать свои конкурентные преимущества [4]. Поэтому предпочтение краткосрочных инвестиционных решений в случае, если рассматривать именно CEO, помимо шорт-термизма, получило отдельное название в корпоративных финансах: проблема инвестиционного горизонта (*CEO investment horizon problem*) [5]. В качестве примеров проявления проблемы горизонта CEO можно назвать следующие: погоня за краткосрочными квартальными показателями (*quarterly reporting problem*) [6], в особенности за *EPS*; распределение прибыли в пользу акционеров для выплаты дивидендов в ущерб реализации долгосрочных проектов; полный или почти полный отказ от инвестиций в R&D [7] и нежелание следовать за инновационными трендами ввиду их высокой неопределенности [8].

В какой-то мере может показаться, что проблема инвестиционного горизонта CEO – это частная проблема нескольких компаний, и все, что необходимо для ее решения, – не вмешиваться и позволить невидимой руке рынка делать свою работу [9]. Однако это не так. Проблема горизонта касается не только генеральных директоров компаний и акционеров [10]. Она затрагивает интересы всех стейкхолдеров [11]. Возникая у одной крупной компании, проблема инвестиционного горизонта далее проявляется на рынке капитала и, что еще более пагубно, на макроэкономическом уровне – государства. В частности, погоня за краткосрочной выгодой у крупнейших банков в 2007 г. и последовавший за этим мировой кризис имели очень яркие черты шорт-термизма, производной от которого является проблема инвестиционного горизонта CEO. Это снова подчеркивает актуальность рассматриваемого в статье вопроса.

Статья представляет собой обзор проблемы инвестиционного горизонта CEO, являющийся результатом анализа ряда академических источников и бизнес-литературы. Она содержит ответы на следующие вопросы: с чего начинается изучение проблемы инвестиционного горизонта CEO; каким образом малоизученная проблема инвестиционного горизонта CEO связана с хорошо известной проблемой шорт-термизма; как инвестиционный горизонт CEO формируется, измеряется и как он может повлиять на принятие решений в компаниях; каким образом на примере стран культура способна влиять на инвестиционные горизонты CEO; и, наконец, какие способы решения проблемы горизонта существуют.

## Истоки: что мы знаем о проблеме краткосрочного планирования в мире?

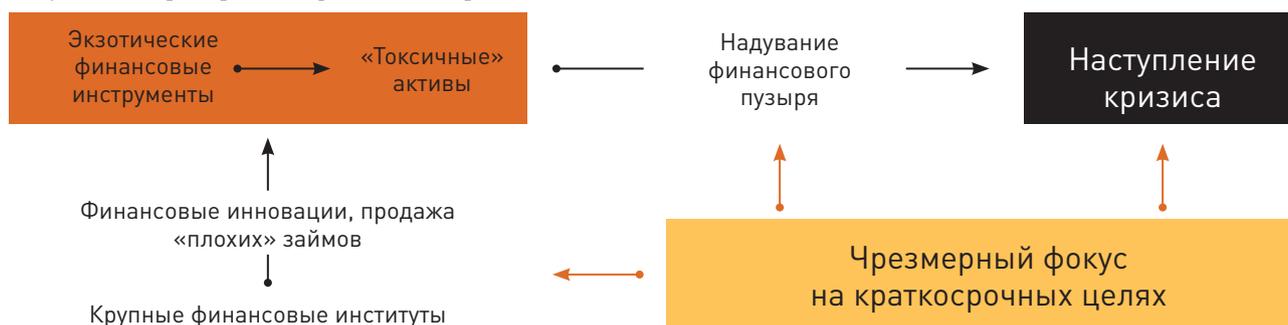
Для того чтобы компания успешно росла и по мере роста повышала свою эффективность (*corporate performance*), ей необходим устойчивый баланс между краткосрочными и долгосрочными инвестициями. Однако в современном мире появляется все больше доказательств того, что компании пренебрегают долгосрочными проектами из-за достаточно высокой концентрации внимания на краткосрочных целях. Такой феномен получил в мире название «шорт-термизм». В академических исследованиях, а также при рассмотрении крупнейших публичных компаний было выявлено, что шорт-термизм приводит к уменьшению конкурентоспособности фирм, к увеличению их системного риска, а также к ослаблению долгосрочного потенциала всей экономики [12]. Например, исследование проблемы шорт-термизма, проведенное в McKinsey Global Institute, показало, что компании, стратегии которых ориентированы на долгосрочный рост, за рассматриваемый период в 14 лет (с 2001 по 2015 г.) превзошли на 36% конкурентов по показателю прибыли, на 47% – по показателю выручки, на 7 млрд долл. – по рыночной капитализации и на 81% – по росту экономической прибыли<sup>2</sup>.

В статье «Managerial myopia or systemic short-termism?» [13] К. Лаверти указывает на различия между терминами «близорукость менеджеров» и «корпоративный шорт-термизм», что очень важно для понимания подходов к исследованию рассматриваемой проблемы. Так, у Лаверти корпоративный шорт-термизм – это систематическая характеристика организации, которая переоценивает краткосрочные награды и недооценивает долгосрочные последствия, а близорукость менеджеров – это характеристика принимаемого решения, когда переоцениваются краткосрочные награды и недооцениваются долгосрочные последствия. Факторами шорт-термизма могут выступать культурные особенности, организационные или рутинные процессы, происходящие в компании, а факторами близорукости ученый называет давление со стороны рынка на менеджеров и ошибочные стратегии инвестирования. Таким образом, оптимальные временные решения для менеджеров становятся субоптимальными для компании.

<sup>1</sup> GE (2014). Past Leaders, John F. Welch, Jr., Chairman & CEO 1981–2001. URL: <http://www.ge.com/about-us/leadership/profiles/john-f-welch-jr>

<sup>2</sup> URL: <https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/featured%20insights/long%20term%20capitalism/where%20companies%20with%20a%20long%20term%20view%20outperform%20their%20peers/mgi-measuring-the-economic-impact-of-short-termism.ashx>

Рисунок 1. Шорт-термизм и финансовый кризис



Источник: исследование ЕУ.

Примечательно то, что дискуссии относительно проблемы шорт-термизма ведутся английскими учеными еще с конца XIX — начала XX в., со времен главенства политической экономии. Так, У. Девонс писал: «Люди озабочены проблемами и удовольствиями только лишь на текущий момент; завтрашний день чувствуется ими смутно; предел горизонта планирования у человека – не более чем несколько дней» [14]. А. Маршалл считал, что «экономические агенты действуют, как дети, которые выбирают сливы из пудинга и едят их разом» [15]. А.С. Пигу утверждал, что мы «подобны дефективному телескопу, который видит будущее удовольствие в уменьшенном масштабе» [16]. А Дж.М. Кейнс во времена собственных спекуляций на бирже отмечал, что «избыточные краткосрочные стратегии антисоциальны, губительны для уверенности при принятии решений и несовместимы с работой экономической системы» [17]. Чуть позже, в поствоенный период, в Америке про шорт-термизм негативно выскажется не только Б. Грэхем, учитель У. Баффетта и приверженец стоимостного инвестирования [18], но и сам Баффетт, гуру инвестирования. У. Баффетт в своем обращении к акционерам 1987 г. процитирует Б. Грэхема: «В краткосрочной перспективе рынок – это машина для голосования, но в долгосрочной перспективе – это машина для взвешивания»<sup>3</sup>.

Тем не менее эмпирическое доказательство существования проблемы шорт-термизма увидело свет только в 1964 г. П. Нилд [19], в дальнейшем опубликовавший свое исследование в научном журнале Кембриджского университета, создал первый в мире опросник для проверки гипотезы шорт-термизма. Исследователю удалось показать, что фирмы, как правило, ожидают окупаемости своих инвестиций в среднем уже через три-пять лет, в то время как срок жизни оборудования, которое приносит эту окупаемость, в среднем в 10 раз выше. Вскоре, на примере рынков капитала Америки и Великобритании, которые считаются наиболее развитыми рынками капитала в мире, начали возникать доказательства того, что менеджеры являются близорукими по отношению к инвестициям, особенно если это касается инвестиций в передовые технологии, окупаемость которых возможна только в долгосрочном периоде [20]. В литературе принято выделять совокупность факторов, которые приводят к шорт-термизму менеджеров при принятии решений [21]. Среди таких факторов разные источники обособляют: приверженность краткосрочности у популярных управленческих методик [22], желание менеджеров как можно скорее построить себе репутацию [23], особенности национальной [24] и организационной культуры [25].

Для доказательства того, что воздействие близоруких решений менеджеров на компании является отрицательным, можно выделить следующую цепочку факторов. Во-первых, в 1982 г. Т. К. Ли показал, что, если горизонт для принятия решений у менеджеров сокращается, инвестиции компаний в R&D также становятся меньше [26]. Во-вторых, в 1985 г. М. С. Йенсен и К. У. Смит пришли к выводу о том, что горизонты принятия решений у менеджеров короче, чем у инвесторов [27]. В-третьих, исследуя в своей модели близорукость менеджеров, Дж. С. Штейн показывает, что менеджеры всегда больше беспокоятся о стоимости акций в данный момент времени [28]. В-четвертых, было показано, что приверженность менеджеров компании ограничена их сроком работы в данной компании, который в начале 2000-х гг. стал сокращаться [29]. И наконец, в-пятых, М. Аншия с соавторами показали, что в компаниях, в которых генеральные директора имеют склонность к коротким горизонтам принятия решений, выше агентские издержки, ниже рыночная стоимость активов, а также выше степень информационного риска [30]. Наконец, проблема шорт-термизма сыграла одну из ключевых ролей в возникновении мирового финансового кризиса 2007 г. Все началось с того, что крупные финансовые институты США были заинтересованы в том, чтобы как можно скорее продать возможно больше кредитов [12]. Идея состояла в том, чтобы банки могли выдавать ипотеку даже тем лицам, которые были не в состоянии эту ипотеку выплачивать. На банковском рынке появились так называемые NINJA (“no income, no job and no assets”) займы. За выдаваемые займы были установлены низкие проценты, а сами займы собирались в достаточно сложный финансовый инструмент, целью которого было распределение риска между участниками финансового рынка. Участников интересовало не качество, а количество выдаваемых займов, поскольку количество влияло на получаемые впоследствии бонусы. Поэтому достаточно быстро образовался высокий спрос на ипотеку, а ввиду роста цен на недвижимость, который, казалось, никогда не прекратится, надулся пузырь. Тогда же последствия шорт-термизма в принятии решений стали очевидными: экзотические финансовые инструменты себя не оправдали и были признаны «токсичными активами». Потребность в срочном наведении порядка в балансах банков, в которых преобладали «токсичные активы», негативно сказалась на нефинансовых компаниях, поскольку большинство из них не смогли получить финансовую поддержку для продолжения своей деятельности. В результате этого кризисная ситуация вышла за пределы США и затронула весь мир.

<sup>3</sup> To the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. URL: <https://www.berkshirehathaway.com/letters/1987.html>

## От шорт-термизма в компаниях к горизонту инвестиционных решений CEO

Как было отмечено ранее, предпочтение человеком более коротких периодов для инвестирования проявилось в экономике и финансах одновременно с началом изучения поведенческой составляющей принятия решений – еще со времен политической экономии. Тем не менее есть одно ключевое отличие проблемы шорт-термизма от проблемы инвестиционного горизонта, на котором следует остановиться. В исследованиях в данной области делается акцент на факторах, которые приводят к шорт-термизму без демонстрации того, как он влияет на показатели эффективности и деятельность компании [30]. Например, М. Е. Портер [31] приводит доказательство того, что шорт-термизм характерен для компаний, которые мало инвестируют в капитальные затраты. Р. Хендерсон [32] указывает на недостаточные инвестиции в новые технологии, а Р.Е. Хоскиссон с соавторами [33] показывает, что то же самое происходит при недостаточных инвестициях в R&D. Однако на фоне всего этого проблема инвестиционного горизонта выглядит малоизученной. Таковой ее делает отсутствие организованного источника агрегированной информации или единой базы данных по кейсам публичных компаний, аналог которой есть у Bloomberg для финансовых данных или у CapitalIQ для данных по CEO и советам директоров. В то время как шорт-термизму в существующей литературе уделяется достаточное внимание, и его изученность не вызывает сомнений в его значимости, проблема инвестиционного горизонта, а тем более инвестиционного горизонта CEO, лишь начинает становиться предметом всеобщих дискуссий, что и делает ее интересной для рассмотрения в данной статье.

Во-первых, дадим определение инвестиционного горизонта, которое приводится в современных академических статьях. Под инвестиционным горизонтом сегодня понимается прогнозный период, который ограничен по продолжительности и в который представляется возможным планировать инвестиции в проекты, реализуемые в компании [20]. Инвестиционный горизонт является ключевым элементом стратегии любой компании, представляя собой ежедневные поведенческие процессы принятия решений. Следует отметить, что именно эти решения позволяют компаниям наращивать прибыль и конкурентоспособность [34].

Во-вторых, выделим проблему инвестиционного горизонта генерального директора (*CEO investment horizon problem*)

как частный случай проблемы инвестиционного горизонта. Согласно теории высших эшелонов, все решения, принимаемые в компаниях, можно свести к решениям, которые принимает CEO. Поставив CEO во главу угла, далее выделим роль человеческого фактора в принятии им решений, чтобы в дальнейшем рассматривать проблему именно под углом личностных характеристик генерального директора. Для решения этой задачи обозначим два направления: личностные характеристики и культурный бэкграунд.

В-третьих, обозначим предпосылки современных научных теорий из мира поведенческих корпоративных финансов, которые объясняют природу принятия решений генеральными директорами. В число этих предпосылок входят: некоторые предпосылки из теорий, предшествовавших поведенческой экономике; предпосылки из теории перспектив; и предпосылки из поведенческой агентской теории.

Классической теорией, с которой начинается изучение корпоративных финансов, считается агентская модель взаимодействия менеджеров (агентов) и собственников компании (принципалов), предложенная нобелевскими лауреатами М. Йенсенем и У. Меклингом [35]. В рамках агентской теории ключевой является проблема оппортунистического поведения менеджеров, обладающих большей, чем акционеры, информацией о компании. Данная проблема решается при помощи стимулирующих механизмов (*incentive mechanisms*) для менеджеров со стороны собственников, делающих для данных менеджеров невыгодным выбор в пользу краткосрочных и персональных выгод [36].

Второй теорией, приближающей к поведенческим моделям в корпоративных финансах, является теория перспектив (*prospect theory*) Канемана и Тверски. В этой теории принятие решений рассматривается как выбор, который экономический агент совершает в условиях неопределенности и который сказывается на его персональном богатстве (*personal wealth*) или приросте ожидаемой от принятия данного решения ценности (*expected value growth*). Из теории перспектив нам удастся вынести концепцию неприятия потерь (*loss aversion*), степень которой индивидуальна для каждого агента и зависит от его представления о богатстве: для кого-то потеря 1000 долл. сильно скажется на благосостоянии, а кто-то эту сумму вообще не заметит.

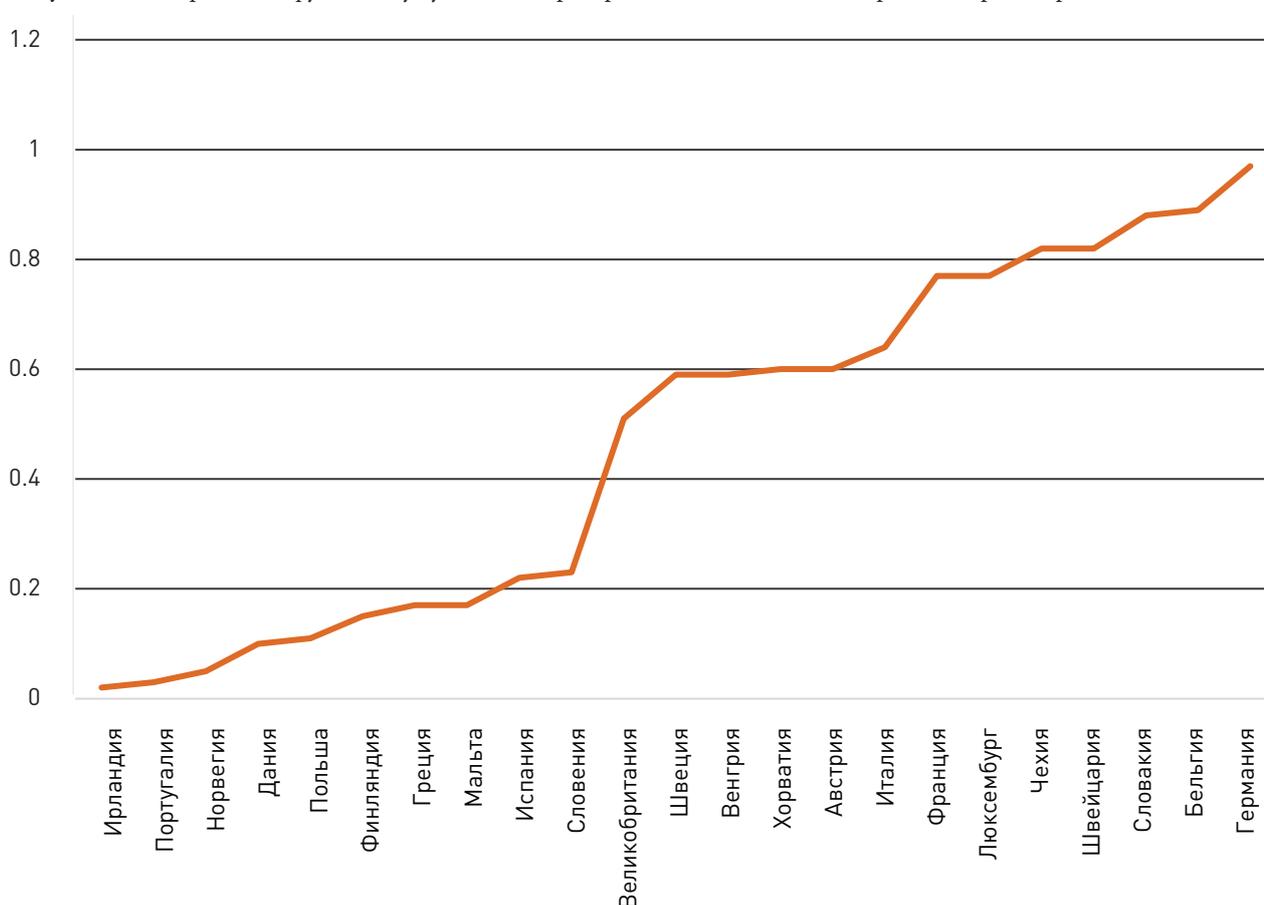
Третьей теорией, определяющей поведенческие принципы при принятии решений CEO, становится концепция поведенческой агентской модели. Поведенческая агентская теория отличается от традиционной агентской теории по трем основным направлениям, которые следуют из предпосылок, представленных в Таблице 1.

**Таблица 1.** Предпосылки о поведении CEO в рамках традиционной агентской модели и поведенческой агентской модели

Предпосылка	CEO в традиционной агентской модели	CEO в поведенческой агентской модели
Отношение к риску у акционеров	Акционеры риск-нейтральны	Акционеры риск-нейтральны или склонны брать на себя избыточный риск
Функция полезности у CEO	Полезность CEO положительно зависит от денежных стимулов и отрицательно зависит от прикладываемых усилий	Полезность CEO положительно зависит от денежных стимулов и отрицательно зависит от прикладываемых усилий, но с ограничениями, которые связаны с рациональностью, мотивацией, потерями, риском, неопределенностью, а также временными предпочтениями

Предпосылка	СЕО в традиционной агентской модели	СЕО в поведенческой агентской модели
Рациональность СЕО	СЕО принимают рациональные инвестиционные и стратегические решения	СЕО ограничены в получаемой информации и в связи с ограниченно рациональны в принимаемых решениях
Мотивация СЕО	Отсутствует любой вид мотивации, который не связан с получением материальных выгод	Мотивация является как внутренней (intrinsic), так и внешней (extrinsic). Оба вида мотивации не аддитивны и не независимы друг от друга
Отношение к риску у СЕО	СЕО не приемлют риск (risk-aversion)	СЕО не приемлют потери (loss-aversion)
Отношение ко времени у СЕО	Функция временных предпочтений СЕО рассчитывается согласно экспоненциальному коэффициенту дисконтирования	Функция временных предпочтений СЕО рассчитывается согласно гиперполическому коэффициенту дисконтирования

Рисунок 2. Эмпирическая функция кумулятивного распределения индекса долгосрочного ориентирования



Источник: расчеты ЕУ, основанные на данных SPIQ, Thomson Reuters и Hofstede (2010).

Поведенческая агентская теория утверждает, что модель СЕО, который принимает решения в рамках традиционной агентской теории, слишком упрощена и требует переосмысления, разработки новой модели, которая предполагает ограниченную рациональность (вместо полной рациональности), признает важность человеческого капитала агентов (принимая человеческий капитал как функцию способностей и трудовой мотивации). Предпосылки данной теории указывают на то, что менеджеры, имея стимулы, которые привязывают их к собственному капиталу компании, начинают использовать эвристики (*heuristics*) при принятии стратегических решений. Результатом наличия этих эври-

стик, которые имеют полностью психологическую природу, становятся попытки изменения менеджерами собственного богатства посредством влияния на бизнес-процессы компании.

Таким образом, переход от классической агентской модели к поведенческой обуславливается цепочкой из следующих трех предпосылок: 1) агенты принимают решения в условиях неопределенности, а их выбор может иметь как положительное, так и отрицательное воздействие на их персональное богатство; 2) агенты оценивают ожидаемые последствия принимаемых ими решений по-разному; 3) агенты близоруки в своих предпочтениях относительно

неприятия потерь [37]. Следовательно, мы можем сказать, что теперь у нас в наличии есть набор предпосылок, который позволяет анализировать различные инвестиционные решения CEO в зависимости от личностных характеристик данных CEO и их культурного бэкграунда.

## Культурные особенности при принятии решений CEO

На примере индекса лонг-термизма Хофстеде (*Long-Term Orientation Index of Hofstede*), который был построен на выборке европейских стран, представляется возможным пронаблюдать, каким является планирование в зависимости от культуры. Как можно увидеть из графика кумулятивного распределения (Рисунок 2), построенного экспертами компании Ernst and Young, наиболее высокая степень долгосрочности присуща Германии, Швейцарии, Нидерландам и Франции, в то время как самая низкая (шорт-термизм при принятии решений) наблюдается в Ирландии, Португалии, Греции, Финляндии и Польше. Следовательно, мы можем заключить, что даже в географически близко расположенных друг к другу странах горизонты принятия у людей могут отличаться более чем в 10 раз.

В исследованиях в области финансов сегодня все чаще обсуждается тот факт, что культура способна объяснить различия при принятии решений экономическими агентами [38]. Однако для начала стоит остановиться на том, что сегодня понимается под культурой. Например, Г. Хофстеде, один из самых авторитетных исследователей в данной области, понимает под культурой «коллективную программируемость разума, которая отличает одну группу людей от другой» [39, р. 25]. Экономист Л. Гисо, в свою очередь, определяет культуру как «убеждения и ценности, которые этнические, религиозные и социальные группы передают друг другу из поколения в поколение [40]. Профессор Чикагского университета Л. Зингалес [40] впоследствии отмечает, что культурные конструкты, выраженные в убеждениях и ценностях, могут трансформировавшись в индивидуальные предпочтения, быть применены в поведенческих моделях. Следовательно, рассмотрение связи культурных особенностей при принятии инвестиционных решений CEO в рамках проблемы горизонта могут дать значимые результаты для исследования [41]. Тем не менее при рассмотрении проблемы инвестиционного горизонта CEO также очень важно разграничивать национальную и корпоративную культуру [42–43]. Дело в том, что национальная культура – это более широкое понятие, которое базируется на ценностях народа, в то время как корпоративная культура базируется на организационных ценностях компаний, которые формируются во время реализации ими определенных организационных практик.

Любое долгосрочное планирование, или долгосрочный горизонт принятия решений, оказывается сопряженным с риском. Поэтому начнем рассматривать причины в различиях между культурными особенностями при принятии решений с результатов исследования М. Статмана в области поведенческих финансов. Озаглавив основную

часть своей работы «Культура действительно имеет значение» (*Culture really matters*), Статман начинает со сравнения поведения людей в США и Эстонии и сознается в том, что «его собственный внутренний голос ошибочно нашептывал ему, что люди в этих двух странах, как и во всем мире схожи не только в своей физической составляющей, но еще и в эмоциональной» [44]. Однако этот миф быстро развеялся после услышанного в поезде разговора двух мужчин, в котором один (он был жителем Израиля) рассказывал другому, что более не планирует поддерживать свою дочь после колледжа. Зная, что все в этой стране устроено наоборот, и что родители содержат детей еще долго после получения ими образования, Статман был поражен и, возможно, именно это удивление привело его к описываемым далее в работе эмпирическим результатам. По результатам опросов жителей 22 стран, охвативших более 4000 респондентов, ученому удалось выяснить, что американцы готовы рискнуть сменой текущей работы на аналогичную ради увеличения пожизненного дохода (вероятность которого была заранее задана и равнялась 50%) только если величина, на которую доход будет увеличиваться каждый год, в 5 раз больше, чем величина, на которую доход может упасть. Примечательно также то, что наиболее склонными к риску оказались жители Китая и Вьетнама – там людям для смены работы достаточно было иметь ожидаемый пожизненный доход всего в 3 раза больше, чем возможный убыток. Но еще более примечательным является тот факт, что наименее склонными к риску оказались жители Швейцарии и Германии, которые в представленном в начале данного раздела исследовании, проведенном компанией Ernst and Young, являлись лонг-термистами, а значит наиболее склонными к риску. Такие противоречия вполне естественны и зависят от применяемой в исследованиях методологии.

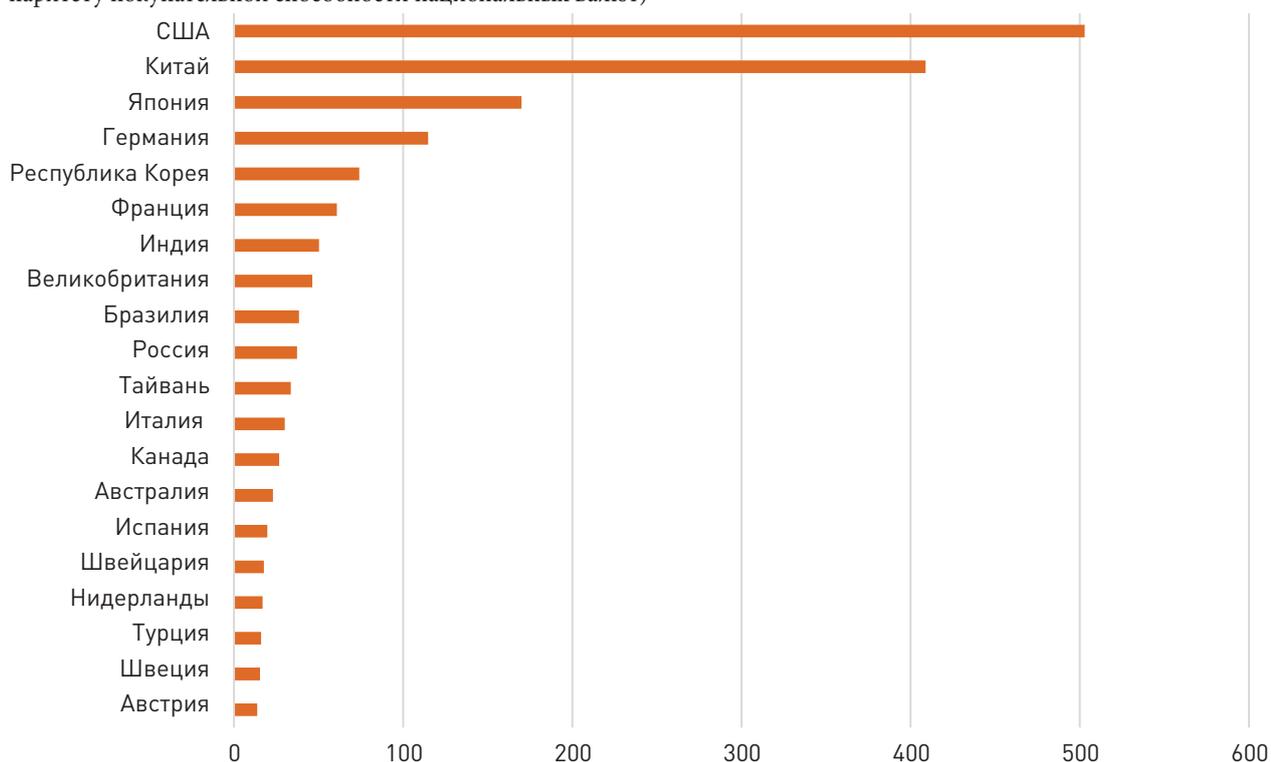
Рассмотрим и сравним управленческие подходы в России и Китае. Российские управленческие практики зачастую отличаются от западных. Как отмечает М. Кетс де Врис, профессор школы бизнеса INSEAD, «руководителям в России присущ авторитарный стиль управления, они пытаются все контролировать, очень остро реагируют на неопределенность и особым образом справляются с современными вызовами»<sup>4</sup>. Примерно то же про российский менеджмент говорит И. Адизес<sup>5</sup>, добавляя, что авторитарный стиль проистекает из культуры и истории России, где лидер обязан вычислить тех, кто бросает вызов его авторитету, и побороть их, иначе его влияние ослабнет. Соответственно, работая в такой культурной среде, CEO будут менее склонными к риску и к желанию совершать в компаниях какие-либо перемены. Российским CEO свойственно высоко ценить стабильность и отдавать предпочтение краткосрочным перспективам. То же, но уже относительно всего российского общества говорит старший партнер и управляющий директор BCG, Владислав Бутенко: «По данным OECD.stat страхование жизни, которое является показателем горизонта планирования, встречается в России в 3.5–5.5 раза реже, чем в странах ОЭСР или в Китае. Это говорит о том, что русские живут здесь и сейчас»<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> URL: <https://hbr-russia.ru/management/upravlenie-personalom/792111/>

<sup>5</sup> URL: <https://hbr-russia.ru/management/upravlenie-personalom/a11479/>

<sup>6</sup> URL: <https://hbr-russia.ru/management/strategiya/a24991>

**Рисунок 3.** Список стран-лидеров по объему внутренних затрат на исследования и разработки (млрд долл., в расчете по паритету покупательной способности национальных валют)



Что же касается Китая, управленческие практики в этой стране тоже отличаются от западных и от российских. Сегодня в Китае принимают как данность тот факт, что будущее в стране за инновациями. Переняв технологии со всего мира, китайцы сумели выбраться из бедности и добиться собственных технологических инноваций мирового уровня. Сегодня CEO китайских компаний – это лидеры, которые управляют бизнесом в сфере искусственного интеллекта, биотехнологий и исследования космоса; это люди, которые создали Alibaba и Tencent. В то же время Р. Миттер, профессор Оксфордского университета по направлению истории и политики современного Китая, говорит о том, что авторитаризм все еще преобладает в китайской культуре, но это не отрицает инноваций<sup>7</sup>. Более того, подход к принятию решений и восприятие рисков у китайцев далеко не западное. Высокая волатильность рынка капитала вынудила китайских топ-менеджеров не думать о долгосрочной перспективе, поэтому чем дальше уйдет их горизонт принятия решений, тем больше они станут опасаться рисков (опять противоречие: но уже с результатом исследования М. Статмана о склонности к риску). Это же отражается на манере инвестирования. По словам Э. Джонсона, старшего преподавателя Школы менеджмента MIT, 81% китайцев сокращают долгосрочную ценность, инвестируя и корректируя пакеты акций<sup>8</sup>. Данный показатель не только выше, чем в любой западной стране (в США он составляет 53%), но и выше, чем в соседнем Гонконге, где проживают люди той

же национальности. Подобные выводы о влиянии культуры на инвестиционные предпочтения и горизонты, в высокой степени оказываются справедливыми и для CEO.

Таким образом, несмотря на схожесть в авторитаризме CEO, в отношении CEO к риску, неприятию длинных инвестиционных горизонтов, а также в желании жить сегодняшним днем, Россия и Китай достаточно сильно отличаются друг от друга, если сравнивать эти страны по их культурной составляющей. То же можно отследить по показателю величины инвестиций разных стран в исследования и разработки [45]. По результатам исследования, проведенного в НИУ ВШЭ<sup>9</sup> в 2016 г., среди государств-лидеров по данному показателю Россия занимает 10-е место. Россия отстает от находящегося на первой позиции США (502,9 млрд долл.) практически в 13 раз и от Китая (2-е место, 408,8 млрд долл.) – в 11 раз (Рисунок 3).

В заключение данного раздела приведем интересный факт, насколько разнятся вознаграждения у CEO во всем мире<sup>10</sup>. По данным 2014 г. в Израиле у них самое небольшое вознаграждение, равное 44 заработкам простого рабочего, в Великобритании гендиректор получает в среднем в 84 раза больше; в Австралии — в 93 раза; в Германии — в 147 раз; наконец, в США — в 354 раза. Возможных детерминант у этого различия может быть много: от экономических до политических, но культурные, на наш взгляд, играют в этом случае далеко не последнюю роль.

<sup>7</sup> URL: <https://hbr-russia.ru/biznes-i-obshchestvo/ekonomika/870324/>

<sup>8</sup> URL: <https://hbr-russia.ru/biznes-i-obshchestvo/ekonomika/870324/>

<sup>9</sup> URL: <https://iq.hse.ru/news/209276310.html>

<sup>10</sup> URL: <https://hbr-russia.ru/biznes-i-obshchestvo/fenomeny/p17835/>

## Возраст, количество лет в должности и инвестиционный горизонт CEO

Одной из основных проблем для исследователей, которые изучают принятие решений генеральными директорами, на сегодня является невозможность сбора такого количества данных по личностным характеристикам, которых было бы достаточно для описания устойчивой выборки при переносе результатов на генеральную совокупность [46]. Д. Хэмбрик, автор теории верхних эшелонов, утверждает, что получение подобных данных является сложной задачей, поскольку «необходимо общение с большим числом директоров, которые, как правило, достаточно заняты, чтобы участвовать в очередном опросе, эксперименте или давать глубинное интервью» [47, р. 337]. Поэтому исторически сложилось так, что при невозможности напрямую измерить персональные характеристики CEO (самоуверенность, лидерство, нарциссизм и т.д.) исследователи приходят к измерению более доступных для сбора данных демографических характеристик [48], в число которых может входить возраст (*age*), количество лет на должности CEO (*tenure*), профессиональный опыт (*professional experience*) и уровень образования (*education*), хотя предложенный список не является исчерпывающим. Так появился один из немногих на сегодня показателей, измеряющих инвестиционный горизонт принятия решений CEO, состоящий всего из двух индикаторов – возраста и количества лет на должности, впервые предложенный в 2010 г. [27]. Однако об этом позже. В то же время следует отметить, что вышеописанный подход финансистов к открыванию «черного ящика» организации ставится под сомнение психологами и социологами, которые являются более сведущими специалистами в вопросе оценки личности [49].

Момент выхода в отставку CEO – одна из самых распространенных для анализа вех в его карьере. Например, в исследовании Д. Канемана и Д. Ловалло [50] можно увидеть, что индивидуумы склонны избегать риска в большей степени тогда, когда ожидаемая необратимость наступления последствий этого решения ближе во времени. Рисковые решения способны поставить под угрозу как деятельность компании, так и репутацию CEO, особенно в последние годы его пребывания на должности. Бремя неудачи оказывается очень тяжелым для CEO, поскольку большая часть вины за случившееся остается лежать на нем. Так, в исследовании Б. Экбо и К. Торнбуерна [51] трасты, которые были ликвидированы, в 32% случаев оправдывали это некомпетентностью CEO. Кроме того, CEO дорожат репутацией, поскольку некоторые из них после ухода в отставку продолжают свою карьеру на директорских позициях в других компаниях. Дж. Брикли, Дж. Линк и Дж. Коулз [52] обнаружили, что 8% генеральных директоров продолжают свое сотрудничество с фирмой после своей отставки на протяжении последующих двух-трех лет. Поскольку ухудшение показателей эффективности компании может нанести ущерб репутации, которой CEO столь дорожит, а также уменьшить вероятность того, что CEO попадет в совет директоров после ухода из компании, представляется возможным предположить, что инвестиционный горизонт CEO становится короче ввиду того, что CEO пытается ми-

нимизировать риски при принятии решений, сберечь свою репутацию и тем самым отказывается от вложений в долгосрочные проекты [53].

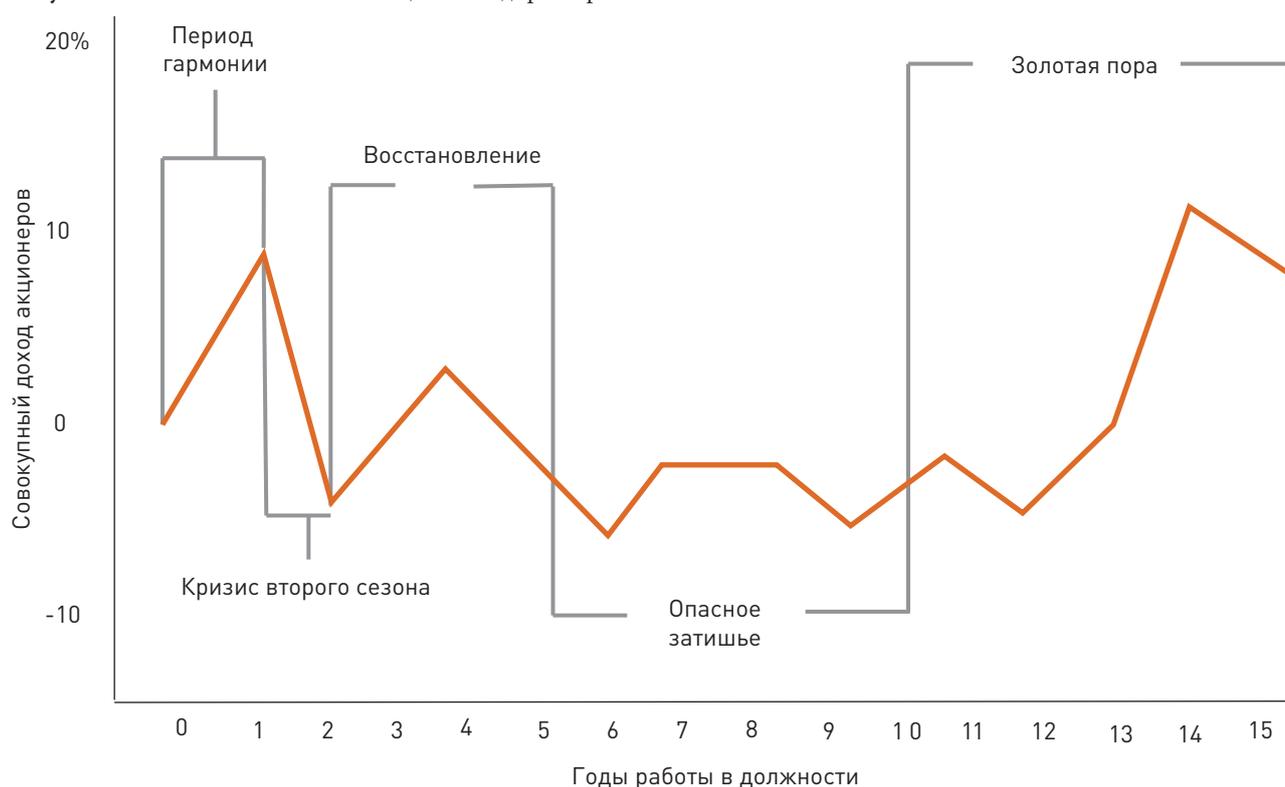
Формирование инвестиционного горизонта CEO определяют личностные факторы, явные и неявные, исследованные и не изученные. К явным и исследованным относятся возраст и срок пребывания на позиции, к неявным и слабо изученным – власть CEO. Среди неизученных можно назвать также образование, профессиональный опыт, нарциссизм, оптимизм, репутацию и успешность CEO. В данной статье обсуждается первая группа факторов, явных и хорошо исследованных, поскольку с их помощью возможно количественно, опираясь на статистику и эконометрические исследования, продемонстрировать, как инвестиционный горизонт CEO влияет на показатели эффективности компаний.

Первая рассмотренная характеристика – возраст. За последние 20 лет ученые немало сказали о том, каким образом возраст CEO может влиять на его инвестиционные предпочтения [54]. В частности, возраст (наряду со сроком пребывания на позиции) является одной из тех характеристик, которые заменяют или аппроксимируют сложно измеримые когнитивные особенности принятия решений. При измерении горизонта данной переменной смотрят как на эффект от «молодости» генерального директора в принципе, так и на эффект от количества лет, которое директору осталось до выхода в отставку. Следует отметить, что впервые термин «проблема горизонта» был применен как раз в отношении возраста CEO и рассматривался в контексте карьерного горизонта (*career horizon*) [55, р. 198]. В то время как более молодые генеральные директора склонны внедрять рисковые стратегии, генеральные директора старшего возраста в силу только этого будут менее склонными к риску. Если к данному предположению добавить еще то, что возраст CEO приближается к возрасту выхода в отставку (вне зависимости от срока пребывания на позиции), то с высокой долей уверенности можно отметить, что чем старше CEO, тем более короткий горизонт принятия решений у него должен быть. Более того, CEO согласится взять на себя дополнительные риски в том случае, если ожидает увидеть отдачу от инвестиций (*pay-off*) до выхода в отставку. Чаще всего эти действия связаны с величиной инвестиций компаний в R&D [56], капитальными затратами [56] или международными сделками по поглощению компаний [57].

Количество лет CEO в должности – вторая рассмотренная характеристика. В 2019 г. Harvard Business Review составил рейтинг самых эффективных CEO мира<sup>11</sup>. Примечательно, что CEO из этого списка руководят своими компаниями в среднем 15 лет, что вдвое больше среднего срока пребывания в должности CEO компаний из S&P 500 (7.2 года). Примечательно также, что у эффективных CEO компании в среднем придерживаются более агрессивной инвестиционной политики и более рискованных стратегий. Для таких директоров даже ввели термин «жизненный цикл CEO», который довольно наглядно показывает, что даже у самых успешных директоров в карьере в определенный момент случаются спады. Чтобы построить график, представленный на Рисунке 4, исследователи изучили результаты деятельности 747 директоров и провели 41 глубинное интервью, как с CEO, так и с представителями советов директоров.

<sup>11</sup> URL: <https://hbr-russia.ru/liderstvo/lidery/815146/>

Рисунок 4. Пять этапов жизненного цикла гендиректора



Источник: Ситрин Дж., Хильдебранд К., Старк Р. (2019) Жизненный цикл гендиректора // Большие идеи. URL: <https://big-i.ru/liderstvo/lidery/815146/>

Исследователи выделили три параметра, по которым измерялась эффективность CEO: совокупный доход акционеров с поправкой на страну; совокупный доход акционеров с поправкой на отрасль; изменение рыночной капитализации в долларах США с учетом инфляции. Еще одним из интересных результатов исследования, проведенного HBR, является то, что, согласно опросу, представление об «идеальном сроке у CEO и у членов советов директоров разнится»<sup>12</sup>. Генеральные директора считают, что это количество должно равняться семи годам, в то время как в совете директоров говорят о 9.5 года, после которых показатели эффективности компании перестают расти. Однако каких-либо схожих факторов, на которых основано данное мнение, ни одной из сторон назвать не удалось.

Если же обращаться к эмпирическим научным исследованиям, то можно выделить следующий ряд фактов, который удалось установить про переменную количества лет CEO в должности. Во-первых, этот показатель сократился для американского рынка со среднего значения в восемь лет до значения в четыре года за последние несколько лет [58]. Во-вторых, на основании работы с выборкой в 1024 европейские компании можно сделать вывод, что для Европы это значение ниже, чем для США и составляет в среднем 3.5 года. В-третьих, для Китая по последним данным этот показатель почти такой же, как для Европы, и составляет 3.48 года [3]. Кроме того, CEO, которым остается мало лет до отставки, не будут инвестировать в долгосрочные активы, вообще не приносящие краткосрочную прибыль [6]. Известно также, что волатильность рыночной стоимости акций компании тем ниже, чем меньше лет остается генеральному директору до отставки.

Поскольку в последнее десятилетие достаточно много внимания было уделено возрасту и количеству лет на должности, эти два показателя стали основными для измерения инвестиционного горизонта CEO. В 2010 г. М. Аншия с соавторами [29] создали индикатор горизонта принятия решений (*CEO decision horizon*) и применили его на выборке компаний из индекса S&P 1500. Исследование началось с предположения о том, что ожидаемый горизонт принятия решений рассматриваемого CEO зависит от возраста и ожидаемого срока пребывания генерального директора в должности, который он сравнивает с теми же показателями у других CEO в той отрасли, в которой работает его компания. В результате ученые пришли к следующей формуле:

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

где  $CEOTenure_{i,t}$  – количество лет, которое генеральный директор занимает свою позицию в  $i$ -й компании в году  $t$ ;  $CEOTenure_{average}$  – среднее по отрасли значение;  $CEOAge_{i,t}$  – возраст генерального директора  $i$ -й компании в году  $t$ ;  $CEOAge_{average}$  – среднее значение по отрасли.

По результатам исследования ученым удалось прийти к выводу о том, что длина горизонта принятия решений положительно связана с ростом финансовых показателей и отрицательно зависит от информационного риска, а также агентских издержек [59]. Таким образом, компании с более длинным инвестиционным горизонтом будут иметь более высокую рыночную стоимость и предрасполагать к себе инвесторов. Следует отметить, что примененный в работе показатель также подходит для измерения инвестицион-

<sup>12</sup> URL: <https://hbr-russia.ru/liderstvo/lidery/815146/>

ного горизонта. Разница лишь в том, какую переменную в экономической модели выбрать в качестве зависимой: затраты на R&D, капитальные затраты (*CapEx*) или любой другой показатель долгосрочных инвестиций, который отражает перспективы роста как для рыночной стоимости компании, так и для ее долгосрочных показателей эффективности.

## Можем ли мы решить проблему короткого инвестиционного горизонта CEO?

В книге Б. Дюмейна «Безономика» Джефу Безосу, создателю Amazon, находившемуся на должности CEO данной компании до 2021 г., посвящена следующая цитата про инвестиционные горизонты: «Если все должно заработать через два-три года, то спектр ваших действий ограничен. Но если вы решите, что готовы ждать лет семь, у вас сразу появляется гораздо больше возможностей» [60]. Кто бы мог подумать, что решение Безоса в 2003 г. принять долгосрочный проект по созданию облачной среды приведет Amazon в 2018 г. к статусу обладателя самой крупной облачной платформы в мире? Однако утверждать про проблему инвестиционных горизонтов CEO можно многое, но в то же время приходится думать, какие действия необходимо предпринимать компаниям, чтобы эту проблему решить. И что более интересно, возникает вопрос: а можно ли решить эту проблему в принципе?

Первый и самый действенный на сегодняшний момент способ решения проблемы короткого инвестиционного горизонта CEO – долгосрочные стимулы (*long-term incentives*) [61–62]. Примерами таких стимулов могут быть акции с ограничением (*restricted stock*), опционы на акции (*stock options*), права на повышение стоимости акций (*stock-appreciation rights*), акции результативности (*performance shares*) и фантомный собственный капитал (*phantom equity*)<sup>13</sup>. Американская консалтинговая компания в области корпоративного управления FW Cook совместно с британской FIT Remuneration Consultants и гонконгской Pretium Partners Asia Limited в 2018 г. провели глобальное исследование компенсаций топ-менеджеров 250 крупнейших компаний. По результатам исследования для азиатских компаний долгосрочное стимулирование не характерно вообще (в основном из-за того, что компании принадлежат государству и контролируются им), для Европы и Австралии долгосрочные стимулы составляют 36% компенсации, а для США – рекордные 75%. В странах Азии также самая низкая медианная компенсация у CEO<sup>14</sup> (Рисунок 5).

В отчете FW Cook 2021 г. можно найти примеры других финансовых показателей и показателей эффективности компаний, к которым могут привязываться стимулирующие контракты CEO<sup>15</sup>. Таковыми являются общая доходность акционеров (*total shareholders' return*) EBIT, EBITDA, операционная прибыль, ROE, ROA, ROIC, свободные денежные потоки (FCFF), а также индивидуальный KPI. Данные FW

Cook разделяет данные показатели на пять категорий, которые представлены на Рисунке 6.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что за последние пять лет применение финансовых метрик продолжает преобладать. Доходность акционеров остается одной из самых часто применяемых метрик и в 2021 г. используется 69% компаний (на 4% больше, чем в 2019 г. и на 13% больше, чем в 2016 г.). Данный показатель, как правило, используется вместе с другими финансовыми и стратегическими показателями (80% компаний составляют для CEO план, где содержатся одновременно несколько показателей). Следующими по популярности являются показатели прибыльности и эффективности капитала, применяются 53 и 38% компаниями соответственно. Следует отметить, что одним из плюсов такой системы поощрения является то, что компании могут корректировать долгосрочные показатели в зависимости от ситуации на рынке и в экономике. Например, в 2020 г. в связи с пандемией COVID-19 многие компании отказались в полной мере учитывать все запланированные показатели. Положительной стороной кризисной ситуации оказалась потребность компаний включить в свои планы такие показатели, которые в большей мере учитывают интересы стейкхолдеров, а не акционеров, что является еще одной мерой для решения проблемы коротких инвестиционных горизонтов CEO и о чем будет рассказано далее.

Второй возможный способ решения проблемы короткого инвестиционного горизонта был предложен в результате заседания круглого стола Business Roundtable 2019 г. Ассоциация CEO крупнейших американских компаний собрала очередной круглый стол, на котором приняло «Постановление о цели корпорации» (*Statement on the purpose of a corporation*). Его подписали более 200 генеральных директоров, в том числе CEO Apple, GM, Walmart и BlackRock. В постановлении менеджерам предлагается уйти от задачи максимизации прибыли и сместить фокус внимания на максимизацию ценности для стейкхолдеров (*stakeholder value maximization*), в число которых входят работники компании, потребители, поставщики и другие заинтересованные в бизнесе компании лица.

Вслед за этим постановлением сразу же собрали круглый стол Kellogg School of Management, на котором пять профессоров по финансам, К. Фрайдман, Р. Джаганнатха, Р. Корайчик, Х. Мария Либерти и А. Юн обсудили его возможные последствия<sup>16</sup>. Основным выводом после встречи, на который стоит обратить внимание в рамках обсуждения проблемы инвестиционного горизонта CEO, является то, что ни генеральный директор, ни совет директоров не обязаны максимизировать стоимость компании для акционеров (*shareholder's value maximization*), ее прибыль, поскольку современное корпоративное право не ставит это в качестве первостепенной задачи CEO, особенно в ущерб всему иному.

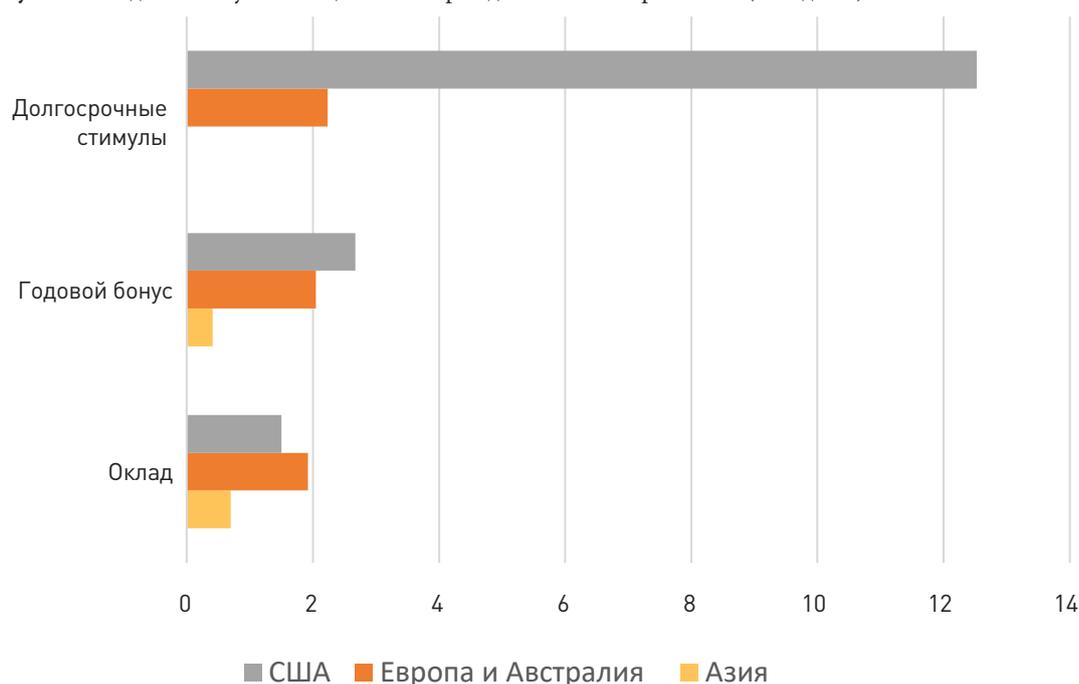
<sup>13</sup> URL: <https://hbr.org/2021/01/compensation-packages-that-actually-drive-performance>

<sup>14</sup> URL: <https://hbr-russia.ru/management/operatsionnoe-upravlenie/858464/>

<sup>15</sup> URL: <https://www.fwcook.com/Publications-Events/Research/2021-Top-250-Report/>

<sup>16</sup> URL: <https://insight.kellogg.northwestern.edu/article/shareholder-value-purpose-corporation>

Рисунок 5. Медианная сумма общего вознаграждения CEO по регионам (млн долл.)



Источник: Гройсберг Б. и др. (2021) Новый подход к расчету компенсаций топ-менеджеров // Большие идеи. URL: <https://big-i.ru/management/operatsionnoe-upravlenie/858464/>

Рисунок 6. Критерии эффективности работы компании



Источник: FW Cook 2021 Top 250 Report. URL: <https://www.fwcook.com/Publications-Events/Research/2021-Top-250-Report/>

Для CEO теперь ставится задача максимизации долгосрочной стоимости компании (*long-term value maximization*), а для ее решения, в первую очередь, необходим отказ от погони за краткосрочными результатами эффективности. Такой отказ можно увидеть в отчете некоммерческой организации FCLTGlobal, опубликованном в октябре 2017 г.<sup>17</sup>: доля компаний из S&P500, которые используют в реализации своей стратегии долгосрочную стоимость компании, а затем публикуют квартальные отчеты, сократилась с 36% в 2010 г. до 27% в 2016 г. Более того, в 2016 г. лишь каждая третья компания (31.4%) представляла руководство по краткосрочной отчетности. Таким образом, можно сделать вывод, что в настоящее время совершается активный пере-

ход от традиционной модели взаимодействия CEO – акционер в рамках агентской классической теории к модели взаимодействия CEO – стейкхолдеры, которая укладывается в рамки поведенческой агентской теории. Важной причиной для изучения проблемы инвестиционного горизонта CEO в рамках поведенческой агентской теории является то, что она согласуется с теорией верхних эшелонов (*upper echelons theory*), которая гласит, что команды высшего руководства оказывают значимое влияние на показатели эффективности фирмы. Поведенческая агентская теория вынуждает обратить внимание на личностные характеристики и мотивацию CEO при принятии им инвестиционных и стратегических решений, а также к созданию надлежащих стиму-

<sup>17</sup> Moving Beyond Quarterly Guidance: A Relic of the Past (FCLTGlobal, October 2017). URL: <https://fcltglobal.org/wp-content/uploads/Moving-Beyond-Quarterly-Guidance-A-Relic-of-the-Past.pdf>

лов, способных воздействовать на мотивированность CEO со стороны заинтересованных в эффективности компании сторон.

Третьим возможным вариантом решения проблемы инвестиционного горизонта CEO является внедрение практик ESG в корпоративное управление и в создание стоимости компании. Действительно, это сейчас подсчет и сравнение ESG-рейтингов, а также сравнение влияния каждой из компонент – E, S и G – на эффективность компании представляются обычным делом, но еще 10–20 лет назад все было по-другому, ведь данная методика подвергалась огромной критике и скептицизму со стороны экспертов [63].

Возвращаясь к проблеме горизонта CEO, можно отметить, что сегодня довольно часто обсуждается добавление новых индикаторов для оценки эффективности работы CEO. Так, например, на Форуме Гарвардской школы права можно найти рекомендации для компаний от CFA Institute, направленные на упреждение шорт-термизма<sup>18</sup>. Среди прочего акцент делается на внедрение практик ESG при формировании компенсационных пакетов CEO. А компенсация CEO, как мы отмечали, наряду с самими индикаторами ESG является в основном стимулом к долгосрочности. Природная (*environmental*) составляющая сосредотачивается вокруг решений и действий CEO по эксплуатации компанией энергии, незагрязнению окружающей среды, а также сохранению природных ресурсов. Социальная (*social*) составляющая включает принципы ведения бизнеса и поддержание отношений со стейкхолдерами: учет их ценностей и ожиданий. И наконец, составляющая управления (*governance*) учитывает принятие решений в отношении акционеров и иных внутренних механизмов контроля. Несмотря на то, что предложенный метод сегодня находится, скорее, на стадии зарождения, исследование компании PricewaterhouseCoopers 2018 г.<sup>19</sup> показало, что 29% членов советов директоров в США считают поведение институциональных инвесторов избыточным по отношению к обсуждению вопросов ESG. Это говорит о высокой озабоченности данным вопросом. Как пример организаций, составляющих то самое «множество», которое создает, стандартизирует и публикует ESG-индикаторы, можно назвать, как минимум, следующие: Carbon Disclosure Project (CDP), G20-based Financial Stability Board, Sustainability Accounting Standards Board (SASB), Global Reporting Initiative (GRI), International Integrated Reporting Council (IIRC) and the UN-led Principles for Responsible Investment<sup>20</sup>. В то же время наличие большого числа индикаторов устойчивости (*sustainability metrics*) ESG и ограниченный временной интервал по их внедрению пока еще не дает возможности провести хороший анализ устойчивости, который позволил бы сделать вывод о неотъемлемости данных индикаторов для анализа горизонтов каждого CEO или хотя бы инвестиционных решений CEO каждой из крупнейших компаний.

Таким образом, можно сделать вывод, что решение проблемы инвестиционного горизонта CEO сегодня существует не только в планах и в теории, но уже и в качестве попыток реализации компаниями на практике.

## Дискуссия

Выдающееся отличается от просто хорошего тем, что выдающееся – это всегда результат прохождения марафона, а не свершения одиночного удачливого рывка. Это наблюдается и на примерах экономик стран, и в годовых отчетах компаний, и в принятии решений у экономических агентов, и в действиях человека, базирующихся на его предпочтениях. Плохо, когда инвестиционный горизонт слишком короткий (компании сталкиваются с шорт-термизмом), но также плохо, когда компания пытается заглянуть слишком далеко в будущее (возникают высокие неопределенность и риск не реализовать хотя бы один проект успешно и повысить эффективность). Чтобы повысить эффективность, компаниям следует заранее определять для себя баланс между краткосрочным и долгосрочным планированием инвестиций и пытаться сохранять оба горизонта в оптимальном для них соотношении.

В данной статье удалось показать, как шорт-термизм компаний, возведенный в одну из своих высших степеней, способен довести экономику до мирового кризиса; как и почему в корпоративных финансах стало необходимым выделять отдельную новую проблему – инвестиционного горизонта CEO; каким образом 12 лет назад впервые пришли к созданию синтетической метрики для измерения горизонта CEO; почему самые эффективные CEO мира пребывают на своей должности не менее 15 лет, в то время как для среднестатистического CEO это число не превышает четырех лет; каким образом культурная составляющая жизни CEO может быть связана с величиной его инвестиционного горизонта; и наконец, что на сегодняшний день существуют как минимум три возможных способа решения проблемы короткого инвестиционного горизонта CEO.

Это все дает достаточно много подсказок относительно того, какие действия нужно предпринимать компаниям для совершенствования результатов своей деятельности. Одновременно это же все оставляет немало открытых вопросов.

Какие факторы, помимо возраста и количества лет на должности, могут быть включены в индикатор инвестиционного горизонта CEO? Уже известно, что на степень принятия риска генеральными директорами оказывают влияние демографические показатели, такие как образование и профессиональный опыт, личностные характеристики, такие как нарциссизм, оптимизм и власть CEO. Однако в контексте проблемы горизонта ни теоретических моделей, ни эмпирических доказательств у исследователей пока что нет.

Какая из метрик культуры принятия инвестиционных решений является подходящей для того, чтобы было возможно использовать ее в одной модели с индикатором инвестиционного горизонта? И более того, есть ли единая метрика, которая была бы применима для разных групп стран: например, для стран Восточной Европы, Западной Европы, стран Азии и т.д.? Сегодня есть только отдельные предположения относительно связи между горизонтом принятия решений CEO и культурным аспектом при принятии ин-

<sup>18</sup> URL: <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/10/11/short-termism-revisited/>

<sup>19</sup> “ESG in the Boardroom: What Directors Need to Know,” Governance Insights Center (February 2019). URL: <https://www.pwc.com/us/en/services/assets/pwc-esg-directors-boardroom.pdf>.

<sup>20</sup> URL: <https://www.integratedreporting.org/resource/sp-global-long-termism-versus-short-termism-time-for-the-pendulum-to-shift/>

вестиционных решений человеком, однако эмпирическое доказательство этого факта на сегодня не наблюдается.

Какой из способов решения проблемы короткого инвестиционного горизонта CEO в настоящее время является более эффективным: долгосрочные мотивирующие контракты, привязка компенсации CEO к долгосрочным показателям или внедрение метрик ESG? Ввиду отсутствия достаточного числа наблюдений, за исключением примеров отдельных компаний, однозначного ответа на этот вопрос у исследователей пока что нет.

С высокой долей уверенности сегодня представляется возможным предположить, что человеческий фактор и личностные характеристики при принятии инвестиционных решений CEO будут играть в исследованиях в области экономики и финансов одну из ведущих ролей, а понимание влияния инвестиционного горизонта CEO на деятельность компаний поможет практикам увеличить показатели эффективности компаний. Инвестиционные решения генерального директора пропорциональны личностным характеристикам, культурным ценностям и установкам среды, в которой он принимает решения, а результативность компании, в свою очередь, пропорциональна инвестиционным решениям генерального директора. Возможно, в недалеком будущем нам удастся наблюдать, как для компаний будут составляться портреты CEO для прогнозирования оптимальных для них инвестиционных горизонтов.

## Список литературы

1. Cho S.Y., Kim S.K. Horizon problem and firm innovation: The influence of CEO career horizon, exploitation and exploration on breakthrough innovations. *Research Policy*. 2017,46(10):1801-1809. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2017.08.007>
2. Heyden L.M., Reimer M., Van Doorn S. Innovating beyond the horizon: CEO career horizon, top management composition, and R&D intensity. *Human Resource Management*. 2017,56(2):205-224. <https://doi.org/10.1002/hrm.21730>
3. Li Y., Xu X., Zhu Y., Haq M. CEO decision horizon and corporate R&D investments: An explanation based on managerial myopia and risk aversion. *Accounting & Finance*. 2021,61(4):5141-5175. <https://doi.org/10.1111/acfi.12752>
4. Korablev D., Podukhovich D. CEO power and risk-taking: Intermediate role of personality traits. *Journal of Corporate Finance Research*. 2022;16(1):136-145. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.16.1.2022.136-145>
5. Ngo A., Guha S., Pham C., Chung P. CEO firm-related wealth, managerial horizon, and earnings management. *The Journal of Corporate Accounting and Finance*. 2022;33(3):149-162. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22556>
6. Lee J.M., Park J.C., Folta T.B. CEO career horizon, corporate governance, and real options: The role of economic short-termism. *Strategic Management Journal*. 2018;39(10):2703-2725. <https://doi.org/10.1002/smj.2929>
7. Fan J., Tao Z., Oehmichen J., van Ees H. CEO career horizon and corporate bribery: A strategic relationship perspective. *Asia Pacific Journal of Management*. 2023. <https://doi.org/10.1007/s10490-022-09868-z>
8. Aktas N., Boone A., Croci E., Signori A. Reductions in CEO career horizons and corporate policies. *Journal of Corporate Finance*. 2021;66:101862. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101862>
9. Romano M., Cirillo A., Mussolino D., Pennacchio L. CEO career horizons and when to go public: the relationship between risk-taking, speed and CEO power. *Journal of Management and Governance*. 2019;23(1):139-163. <https://doi.org/10.1007/s10997-017-9398-0>
10. Liu R. Can compensation committees effectively mitigate the CEO horizon problem? The role of co-opted directors. *Accounting Research Journal*. 2021;34(1):1-21. <https://doi.org/10.1108/ARJ-11-2019-0213>
11. Biru A., Filatotchev I., Bruton G., Gilbert D. CEOs' regulatory focus and firm internationalization: The moderating effects of CEO overconfidence, narcissism and career horizon. *International Business Review*. 2023;32(3):102078. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2022.102078>
12. Short-termism in business: Causes, mechanisms and consequences. EY Poland report. EYGM Limited; 2014. 49 p. URL: [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en\\_pl/topics/eat/pdf/03/ey-short-termism\\_raport.pdf](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_pl/topics/eat/pdf/03/ey-short-termism_raport.pdf)
13. Laverty K.J. Managerial myopia or systemic short-termism? The importance of managerial systems in valuing the long term. *Management Decision*. 2004;42(8):949-962. <https://doi.org/10.1108/00251740410555443>
14. Jevons W.S. The theory of political economy. London: Macmillan and Co.; 1871. 267 p.
15. Marshall A. Principles of economics. London: Macmillan and Co.; 1890. 754 p.
16. Pigou A.C. The economics of welfare. London: Macmillan and Co.; 1920. 976 p.
17. Keynes J.M. JMK letter to Francis Curzon, 18th March 1938. In: Skidelsky R. John Maynard Keynes. Vol. 3: Fighting for Britain, 1937-1946. London: Macmillan; 2000.
18. Graham B. The intelligent investor. New York, NY: HarperCollins; 1949. 623 p.
19. P.R. Neild Replacement Policy. *National Institute Economic Review*. 1964; 30:30-43. <https://doi.org/10.1177/002795016403000103>
20. Jacobs M.T. Short-term America: The causes and cures of our business myopia. Boston, MA: Harvard Business School Press; 1999. 268 p.
21. Ohlson J.A. Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research*. 1980;18(1):109-131. <https://doi.org/10.2307/2490395>
22. Altman E.I. Corporate financial distress: A complete guide to predicting, avoiding, and dealing with bankruptcy. New York, NY: Wiley-Interscience; 1983. 368 p.
23. Aspara J., Pajunen K., Tikkanen H., Tainio R. Explaining corporate short-termism: self-reinforcing processes and biases among investors, the media and corporate managers. *Socio-Economic Review*. 2014;12(4):667-693. <https://doi.org/10.1093/ser/mwu019>
24. Hayes R.H., Abernathy W.J. Managing our way to economic decline. *Harvard Business Review*. 1980;58:67-77.

25. Narayanan M.P. Managerial incentives for short-term results. *The Journal of Finance*. 1985;40(5):1469-1484. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02395.x>
26. Lee T.K. A non-sequential R&D search model. *Management Science*. 1982;28(8):900-909. <https://doi.org/10.1287/mnsc.28.8.900>
27. Jensen M.C., Smith C.W. Stockholder, manager, and creditor interests: Applications of agency theory. *SSRN Electronic Journal*. 1985. <https://doi.org/10.2139/ssrn.173461>
28. Stein J.C. Takeover threats and managerial myopia. *Journal of Political Economy*. 1988;96(1):61-80. <https://doi.org/10.1086/261524>
29. Antia M., Pantzalis C., Park J.C. CEO decision horizon and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Corporate Finance*. 2010;16(3):288-301. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.01.005>
30. Souder D., Reilly G., Bromiley P., Mitchell S. A behavioral understanding of investment horizon and firm performance. *Organization Science*. 2016;27(5):1202-1218. <https://doi.org/10.1287/orsc.2016.1088>
31. Porter M.E. Capital disadvantage: America's failing capital system. *Harvard Business Review*. 1992;70(5):65-82.
32. Henderson R. Underinvestment and incompetence as responses to radical innovation: Evidence from the photolithographic alignment equipment industry. *The RAND Journal of Economics*. 1993;24(2):248-270. <https://doi.org/10.2307/2555761>
33. Hoskisson R.E., Hitt M.A., Hill C.W.L. Managerial incentives and investment in R&D in large multiproduct firms. *Organization Science*. 1993;4(2):325-341. <https://doi.org/10.1287/orsc.4.2.325>
34. Souder D., Bromiley P. Explaining temporal orientation: Evidence from the durability of firms' capital investments. *Strategic Management Journal*. 2012;33(5):550-569. <https://doi.org/10.1002/smj.970>
35. Jensen M., Meckling W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 1976;3(4):305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
36. Kokoreva M.S., Stepanova A.N., Karnoukhova E.V. What we do not know about the ownership structure of the largest U.S. companies? *Ekonomicheskaya politika = Economic Policy*. 2016;11(6):36-59. (In Russ.). <https://doi.org/10.18288/1994-5124-2016-6-02>
37. Thaler R.H., Tversky A., Kahneman D., Schwartz A. The effect of myopia and loss aversion on risk taking: An experimental test. *The Quarterly Journal of Economics*. 1997;112(2):647-661. <https://doi.org/10.1162/003355397555226>
38. El Ghouli S., Guedhami O., Wang H., Kwok C.C.Y. Family control and corporate social responsibility. *Journal of Banking & Finance*. 2016;73:131-146. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.08.008>
39. Hofstede G. Culture's consequences: International differences in work-related values. Newbury Park, CA: SAGE Publications; 1980. 328 p.
40. Guiso L., Sapienza P., Zingales L. Does culture affect economic outcomes? *Journal of Economic Perspectives*. 2006;20(2):23-48. <https://doi.org/10.1257/jep.20.2.23>
41. Guseva O. Support of state and private institutions for biomedical start-ups in Russia. *Journal of Corporate Finance Research*. 2021;15(2):27-41. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.15.2.2021.27-41>
42. Khmeleva P. CEO's education level and investments in R&D. *Journal of Corporate Finance Research*. 2023;17(1):78-89. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.1.2023.78-89>
43. Guiso, L., Sapienza P., Zingales L. The value of corporate culture. *Journal of Financial Economics*. 2015;117(1):60-76. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.05.010>
44. Statman, M. Countries and Culture in Behavioral Finance. *CFA Institute Conference Proceedings Quarterly*. 2009; 25(3):38-44 DOI:10.2469/cp.v25.n3.6
45. Weber Y., Shenkar O., Raveh A. National and corporate cultural fit in mergers/acquisitions: An exploratory study. *Management Science*. 1996;42(8):1215-1227. <https://doi.org/10.1287/mnsc.42.8.1215>
46. Harrison J.S., Thurgood G.R., Boivie S.P., Pfarrer M.D. Measuring CEO personality: Developing, validating, and testing a linguistic tool. *Strategic Management Journal*. 2019;40(8):1316-1330. <https://doi.org/10.1002/smj.3023>
47. Hambrick D.C. Upper echelons theory: An update. *The Academy of Management Review*. 2007;32(2):334-343. <https://doi.org/10.2307/20159303>
48. Carpenter M.A., Geletkanycz M.A., Sanders W.G. Upper echelons research revisited: Antecedents, elements, and consequences of top management team composition. *Journal of Management*. 2004;30(6):749-778. <https://doi.org/10.1016/j.jm.2004.06.001>
49. Colbert A.E., Barrick M.R., Bradley B.H. Personality and leadership composition in top management teams: Implications for organizational effectiveness. *Personnel Psychology*. 2014;67(2):351-387. <https://doi.org/10.1111/peps.12036>
50. Kahneman D., Lovallo D. Timid choices and bold forecasts: A cognitive perspective on risk taking. *Management Science*. 1993;39(1):17-31. <https://doi.org/10.1287/mnsc.39.1.17>
51. Eckbo B.E., Thorburn K.S. Control benefits and CEO discipline in automatic bankruptcy auctions. *Journal of Financial Economics*. 2003;69(1):227-258. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00126-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00126-0)
52. Brickley J.A., Linck J.S., Coles J.L. What happens to CEOs after they retire? New evidence on career concerns, horizon problems, and CEO incentives. *Journal of Financial Economics*. 1999;52(3):341-377. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00012-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00012-4)
53. Matta E., Beamish P.W. The accentuated CEO career horizon problem: Evidence from international acquisitions. *Strategic Management Journal*. 2008;29(7):683-700. <https://doi.org/10.1002/smj.680>
54. Bryan S., Hwang L., Lilien S. CEO stock-based compensation: an empirical analysis of incentive-intensity, relative mix, and economic determinants. *The Journal of Business*. 2000;73(4):661-693. <https://doi.org/10.1086/209658>

55. Hambrick D.C., Mason P.A. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *The Academy of Management Review*. 1984;9(2):193-206. <https://doi.org/10.2307/258434>
56. Barker V.L. III, Mueller G.C. CEO characteristics and firm R&D spending. *Management Science* 2002;48(6):782-801. <https://doi.org/10.1287/mnsc.48.6.782.187>
57. Dechow P.M., Sloan R.G. Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics*. 1991;14(1):51-89. [https://doi.org/10.1016/0167-7187\(91\)90058-S](https://doi.org/10.1016/0167-7187(91)90058-S)
58. McClelland P.L., Barker V.L., Oh W.Y. CEO career horizon and tenure: Future performance implications under different contingencies. *Journal of Business Research*. 2012;65(9):1387-1393. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2011.09.003>
59. Lazareva E. Do CEO behavior biases and personal traits influence ESG performance? The evidence from emerging capital market of Russia. *Journal of Corporate Finance Research*. 2022;16(4):72-91. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.16.4.2022.72-92>
60. Dumaine B. *Bezonomics: How Amazon is changing our lives and what the world's best companies are learning from it*. New York, London: Scribner; 2020. 336 p. (Russ. ed.: Dumaine B. *Bezonomika. Kak Amazon menyaet mirovoi biznes*. Pravila igry Dzheffa Bezosa. Moscow: Alpina Publisher; 2021. 315 p.).
61. Nazarkina V., Gostkov D., Lapteva A., Kniazev V., Ivashkovskaya I. Influence of CEO human capital and behavioral characteristics on economic profit of Russian companies. *Journal of Corporate Finance Research*. 2022;16(4):6-33. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.16.4.2022.6-33>
62. Adamu M.U., Ivashkovskaya I. Corporate governance and risk disclosure in emerging countries. *Journal of Corporate Finance Research*. 2021;15(4):5-17. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.15.4.2021.5-17>
63. Evdokimova M. Innovations creation process: CEO and board of directors roles *Journal of Corporate Finance Research*. 2021;15(4):88-101. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.15.4.2021.88-101>

Статья была представлена 25.03.2023; одобрена после рецензирования 23.04.2023; принята для публикации 10.05.2023.