

БУХГАЛТЕРСКИЙ УЧЕТ, АУДИТ И ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СТАТИСТИКА

УДК 330.16:336.647

JEL G30, G41

АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ ПЕРСОНАЛЬНЫХ ХАРАКТЕРИСТИК CEO НА ИНВЕСТИЦИОННУЮ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ КОРПОРАЦИЙ

Бабичева Надежда Эвальдовна¹, д-р экон. наук, доц.
Головинов Олег Николаевич², д-р экон. наук, проф.
Синецкая Карина Александровна³, спец.

¹ Воронежский государственный университет, Университетская пл., 1, Воронеж, Россия, 394018; e-mail: sigava@mail.ru

² Донецкий государственный университет, ул. Университетская, 24, Донецк, Россия, 283001; e-mail: oooogolovinov@mail.ru

³ АО «Кэпт», Олимпийский пр-т, д. 16, стр. 5, эт. 3, пом. I, ком. 24е, Москва, Россия, 129110; e-mail: karina_sineckaya@mail.ru

Предмет: генеральный директор (CEO) наряду с другими топ-менеджерами является неотъемлемым элементом интеллектуального капитала корпорации, который складывается из персональных характеристик руководителя, целенаправленно формирующих инвестиционную привлекательность корпорации в восприятии инвесторов. *Цель:* обобщить подходы к оценке инвестиционной привлекательности корпорации и провести анализ влияния персональных характеристик CEO на среднегодовой темп изменения рыночной капитализации корпорации, годовую волатильность и коэффициент Тобина. *Дизайн исследования:* при проведении исследования использованы методы группировки, сравнения, обобщения, анализа и синтеза, корреляционно-регрессионного анализа. В ходе проведения эмпирических исследований отобраны 13 персональных характеристик CEO и три показателя инвестиционной привлекательности 619 крупных корпораций. *Результаты:* уровень инвестиционной привлекательности корпораций зависит от следующих персональных характеристик CEO: возраст на момент вступления в должность, семейное положение, специальность получения образования, срок пребывания в должности, способ поступления на пост. Переменные «возраст на момент вступления в должность» и «способ поступления на пост» являются един-

ственными значимыми переменными для всех трех зависимых переменных – среднегодового темпа изменения рыночной капитализации корпорации, годовой волатильности и коэффициента Тобина. Среди количественных независимых переменных только «возраст на момент вступления в должность» имеет относительно сильный уровень связи. Уровень связи возраста CEO на момент вступления в должность и годовой волатильности равен – 0,205, что свидетельствует о средней отрицательной корреляции между рассматриваемыми показателями. Чем позже по возрасту CEO вступает в должность, тем ниже уровень ежегодной волатильности акций корпорации и выше инвестиционная привлекательность корпораций.

Ключевые слова: инвестиционная привлекательность, CEO, интеллектуальный капитал, теория высших эшелонов.

DOI: 10.17308/meps/2078-9017/2024/5/38-55

Введение

В анализе инвестиционной привлекательности экономических субъектов традиционно распространены подходы, базирующиеся на расчете финансовых коэффициентов и соотношения доходности и риска [1, 2]. Э.И. Крылов, В.М. Власова, И.В. Журавкова считают, что в целях оптимального принятия инвестиционных решений об инвестировании необходимо применять разные методики оценки инвестиционной привлекательности в зависимости от цели и задач анализа [3]. Ряд авторов предлагают использовать сочетание субъектного (соответствие объекта инвестирования целям инвестора) и объектного (способность субъекта эффективно использовать инвестиционные ресурсы) [4, 5].

Наряду с показателями эффективности и результативности деятельности в группу факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность корпораций, входят такие параметры, как «размер совета директоров, доля директоров, занимающих директорские позиции в других корпорациях, доля независимых директоров, наличие комитетов, средний срок нахождения членов совета директоров (разных групп) в должности, средний размер вознаграждения членов совета директоров, доля в капитале корпорации, принадлежащая членам совета директоров, гендерный состав совета» и т.д., что проанализировано в работах [6, 7].

По данным рейтинга самых крупных корпораций мира Fortune 500¹, в 2022 году 70% генеральных директоров корпораций (в зарубежной практике Chief Executive Officer, далее CEO) используют в своей профессиональной деятельности как минимум одну социальную сеть для взаимодействия с заинтересованными сторонами. Анализ корпоративной практики подтверждает, что при принятии инвестиционных решений инвесторы все больше

¹ How Many Fortune 500 CEOs are on Social Media in 2022? Доступно: <https://influentialexecutive.com/how-many-fortune-500-ceos-social-media-2022/#:~:text=Our%20research%20found%20that%20as,increase%20in%20just%20two%20years.>

ориентируются на персональные характеристики топ-менеджеров. CEO наряду с другими топ-менеджерами выступает неотъемлемой частью интеллектуального капитала корпорации, где элементом выступает личный бренд руководителя, целенаправленно формирующий имидж корпорации в восприятии инвесторов и становящийся инструментом взаимодействия с заинтересованными сторонами [8-11]. В настоящих условиях личный бренд как совокупность персональных характеристик топ-менеджеров позволяет идентифицировать и дифференцировать корпорацию, повышать ее узнаваемость за счет спланированного погружения в информационном поле, задействуя инструменты маркетинга и цифровых технологий в социальных сетях, что оказывает прямое влияние на стоимость и инвестиционную привлекательность корпорации² [13].

Одной из значимых работ по анализу влияния персональных характеристик топ-менеджеров на результаты корпораций является «теория высших эшелонов» Д. Хэмбрика и Ф. Мэйсона [14]. Эмпирические исследования подтверждают, что при выборе инвестиционных объектов инвесторы часто ориентируются на корпорации с высоким рейтингом топ-менеджеров при финансовых показателях ниже среднего [8, 10]. При этом к числу значимых характеристик относят: опыт работы, гендерный признак, взаимодействие и конфликты с заинтересованными сторонами, участие в социальных сетях, смена руководства, эмоциональный интеллект, стиль лидерства, мотивация, инновационность и др. [15, 16, 20].

Персональные характеристики CEO можно разделить на три группы, основанные на:

1. демографических характеристиках (пол, возраст, семейное положение, национальность и т.п.) [16-19];

2. профессиональных характеристиках (предыдущий опыт работы вне корпорации и в ней, опыт работы на аналогичной должности, уровень вознаграждения, является ли CEO ее основателем, уровни образования и т.д.). Нередко сюда входят и параметры, характеризующие образовательную базу, которой обладают руководители [16, 20-23];

3. субъективных характеристиках (уровень нарциссизма, самоуверенности, а также другие характеристики, связанные с лидерскими, персональными, интеллектуальными, мотивационными, межличностными особенностями личности) [6-10, 20, 25-26]. Оценка характеристик третьей группы основана на анкетировании и построении рейтингов, где результаты носят субъективный характер.

Для проведения анализа влияния персональных характеристик отобраны пять демографических и восемь профессиональных характеристик. Для оценки инвестиционной привлекательности использованы среднегодовой темп изменения рыночной капитализации корпорации, коэффициент Тобина, годовая волатильность.

² Mintzberg H. The Nature of Managerial Work. New York: Harper & Row Publ., 1973. 298 p.

Полученные результаты могут быть использованы при принятии инвестиционных решений и оценке инвестиционной привлекательности корпораций.

Методы и результаты исследований

Выборка корпораций для исследования сформирована на основе Forbes Global 2000, рейтинга 2000 крупнейших публичных корпораций мира, по состоянию на апрель 2022 года. География списка охватывает 57 стран, при этом корпорации, представленные в рейтинге, оперируют в 26 отраслях.

В целях исследования использован суб-рейтинг, оценивающий рыночную капитализацию корпораций. В результате первоначальная выборка была сужена до 1518 субъектов (согласно Forbes, в 2022 году минимальный порог для вхождения в суб-рейтинг крупнейших корпораций по размеру капитализации составляет 7,6 млрд долл. США). Для оценки влияния «эффекта CEO» на инвестиционную привлекательность на более длительном промежутке времени из первоначальной выборки исключены корпорации, зарегистрированные или проводившие первичное размещение акций после 1 января 2019 года.

Зависимые переменные. Для измерения «эффекта CEO» на инвестиционную привлекательность в качестве зависимой переменной был выбран показатель, характеризующий среднегодовой темп изменения рыночной капитализации корпорации на протяжении всего срока нахождения в должности CEO (1):

$$\text{Average annual market cap change} = \frac{\text{market cap}_1 - \text{market cap}_0}{\text{tenure}}, \quad (1)$$

где market cap_1 – рыночная капитализация в отчетном периоде; market cap_0 – рыночная капитализация на момент назначения CEO; tenure – срок нахождения в должности, лет.

Вторым показателем для измерения инвестиционной привлекательности публичных корпораций определен коэффициент Тобина (Tobin's Q), который рассчитывается по формуле (2):

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{market value}}{\text{total asset value}}, \quad (2)$$

где market value – рыночная стоимость корпорации (ее капитализация); total asset value – общая стоимость активов корпорации.

Третьим показателем выбрана годовая волатильность цен на ценные бумаги, которая характеризует степень риска активов (Annualized volatility), формула расчета которой имеет следующий вид (3):

$$\text{Annualized volatility} = \frac{\sigma}{\sqrt{T}}, \quad (3)$$

где σ – стандартное отклонение доходности акций корпорации; T – количество торговых дней в году.

Для сужения выборки по каждой корпорации собрана информация о характеристиках CEO (табл. 1). В процессе сбора из выборки исключены корпорации, по которым отсутствовала информация хотя бы по одной из рассматриваемых характеристик. Также исключены из выборки корпорации, если CEO были назначены на должность после 1 января 2019 года, т.е. их срок на посту составил четыре и менее лет. Данный критерий был рассчитан как половина от средней продолжительности срока пребывания в должности в выборке, которая составила восемь лет. Такое пороговое значение представляется достаточным для оценки значимости «эффекта CEO». Принимая во внимание тот факт, что 2021-2022 гг. были насыщены на новости о смене руководства, принято решение включить в выборку те корпорации, в которых новые CEO были назначены в период с 2021 по 2022 г., при условии, что предыдущий CEO находился в должности более четырех лет.

В результате определены возраст и размер корпорации, рыночная капитализация на момент назначения генерального директора, рассчитаны среднегодовые темпы изменения рыночной капитализации в период нахождения в должности, коэффициент Тобина и среднегодовая волатильность за 2022 год для каждой корпорации.

Для расчета уровня волатильности использованы ежедневные торговые данные о цене закрытия акций, торгуемых на национальных фондовых биржах в национальных валютах (в случае если акции корпораций не были представлены на национальных биржах, использовались данные Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE) или биржи NASDAQ). Далее данные были приведены к единой валюте – долл. США, для конвертации были использованы данные о курсе 27 валютных пар XX-USD за 2022 год, представленных на официальных сайтах национальных центральных банков. По завершении сбора информации итоговая выборка составила 619 корпораций, возглавляемых 617 CEO (два топ-менеджера возглавляют несколько корпораций одновременно), и данные по 28 показателям, общее число наблюдений составило 17890, где 9843 наблюдения – характеристики CEO, 8047 наблюдений – характеристики корпораций. Для расчета волатильности цен на акции и коэффициента Тобина был использован массив данных, включающий более 160 тысяч наблюдений.

Для формирования итоговой выборки применялись информационный терминал Bloomberg, корпоративная отчетность и данные, представленные на официальных сайтах публичных корпораций и национальных центральных банков, ежегодные отчеты по формам Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC), данные, опубликованные на официальном сайте провайдера финансовой информации Yahoo! Finance, данные, представленные на официальном сайте журнала Forbes, а также информация, размещенная топ-менеджерами корпораций на личных страницах. Обработка данных, вошедших в итоговую выборку, проведена с применением статистического пакета IBM SPSS Statistics.

Независимые переменные представлены в табл. 1. Считается, что воз-

раст человека отражает его жизненный опыт, и по этой причине возраст руководителя может оказывать существенное влияние на компанию, возглавляемую им. В рамках настоящего исследования в анализ включены две переменные – возраст на момент вступления в должность и возраст по состоянию на 2022 год.

Таблица 1

Описание независимых переменных

Переменная	Краткая характеристика
Демографические характеристики	
CEO_age_0	Возраст CEO корпорации на момент вступления в должность
CEO_age_1	Возраст CEO корпорации по состоянию на 2022 г.
CEO_gender	Пол CEO, принимающее значение «1» – пол руководителя мужчина, «0» – руководитель женщина
CEO_marital_status	Семейное положение CEO, принимающее значение «1» – руководитель находится в браке, «0» – во всех остальных случаях
CEO_foreigner	XXX CEO, принимающее значение «1» – руководитель является иностранцем (страна рождения не совпадает с той страной, где находится штаб-квартира корпорации), «0» – руководитель является местным жителем (страна рождения совпадает с той страной, где находится штаб-квартира корпорации). Для топ-менеджеров, которые эмигрировали в страну базирования до достижения 18-летнего возраста значение данного показателя принимает значение «0».
Образовательная база и профессиональные характеристики	
Degree_level	Наивысший уровень образования, полученный CEO, принимающее значение «0» – если не получено высшее образование, «1» – получена степень бакалавра (Bachelor's degree) и ее эквиваленты, «2» – получена степень магистра (Master's degree) и ее эквиваленты или окончен специалитет, «3» – окончена аспирантура, получена степень кандидата или доктора наук, а также степень доктора философии (PhD), их эквиваленты, а также если получен более высокий уровень образования
Degree_field	Область, в которой было получено наивысшее образование, принимающее значение «0» – неизвестно, в какой научной области получено образование, «1» – если получено образование в области гуманитарных и социальных наук (Humanities and Social Science), «2» – получено образование в области формальных наук (Formal Science), «3» – получено образование в области естественных наук (Natural Science), «4» – получено образование в области прикладных наук (Applied Science), «5» – получено образование с двойной специализацией
Degree_MBA	Профессиональное образование, принимающее значение «1» – получена степень MBA, «0» – отсутствует степень MBA
Degree_university	Университет, в котором получен наивысший уровень образования, принимающее значение «1» – если университет входит в топ-20 хотя бы одного из рейтингов высших учебных заведений (Академический рейтинг университетов мира (ARWU), рейтинг Times Higher Education World University Rankings (THE) или рейтинг Quacquarelli Symonds World University Rankings (QS)), «0» – если университет не входит в топ-20 ни в одном из рейтингов
Degree_frn_edu	Страна получения образования, принимающее значение «1» – CEO получил образование в зарубежном высшем заведении, «0» – CEO получил образование в местном высшем заведении
Tenure	Количество лет пребывания в должности CEO в корпорации, год

Переменная	Краткая характеристика
Career	Карьерный путь, принимающее значение «1» – CEO является основателем (в т.ч. со-основателем) корпорации, «0» – CEO является наемным работником
Promotion	Характер повышения, принимающее значение «1» – CEO занял должность в результате внутреннего найма, «0» – CEO занял должность в результате внешнего найма

Анализ гендерных различий сосредоточен на исследовании влияния женщин-руководителей на деятельность корпорации. В настоящее время женщины продолжают оставаться менее представленной группой – по состоянию на 1 января 2023 года только чуть более 10% корпораций, входящих в список Fortune 500, возглавлялись женщинами³. Однако, как и в случае с возрастом, нет однозначного ответа на вопрос о том, как женщины-CEO влияют на деятельность корпорации в целом [18].

Аналізу семейного положения и гражданства в ранее проведенных исследованиях уделено сравнительно меньшее внимание, однако ряд ученых пришли к мнению, что наблюдаемые характеристики могут оказывать существенное влияние.

Для более достоверной оценки влияния образования в модель включены такие переменные, как наивысший уровень образования, область знаний, в которой оно было получено; страна получения образования. Также анализируются значимость обучения в зарубежных образовательных учреждениях, их престижность, а также наличия степени MBA (магистр бизнес-администрирования) для корпораций.

В научной литературе ведется полемика по поводу того, как меняются результативность корпорации, ее капитализация и другие показатели по мере увеличения срока пребывания в должности генерального директора. Считается, что пиковой эффективности CEO достигают на 14-м году пребывания на посту, а после эффективность начинает снижаться [16].

В группу показателей включены переменные, которые раскрывают особенности карьерного пути руководителей. Стать главой корпорации можно в результате внешнего найма. Часто CEO являются ее основателями, и их влияние на корпорацию может совершенно отличаться от влияния наемных управленцев.

Принимая во внимание теоретические положения и результаты проведенных рассмотренных эмпирических исследований, выделим ряд гипотез о влиянии персональных характеристик CEO на инвестиционную привлекательность (табл. 2).

³ Women CEOs run more than 10% of Fortune 500 companies for the first time in history. Доступно : <https://fortune.com/2023/01/12/fortune-500-companies-ceos-women-10-percent>.

Таблица 2

Гипотезы о влиянии персональных характеристик CEO на инвестиционную привлекательность

Гипотеза	Комментарий
H1: Возраст CEO корпорации является значимым для ее инвестиционной привлекательности	Инвестиционная привлекательность корпораций растет по мере увеличения возраста их топ-менеджеров и после определенного момента начинает снижаться
H2: Пребывание на посту женщин положительно влияет на инвестиционную привлекательность корпораций	Акции корпораций, в которых женщины являются генеральными директорами, менее подвержены волатильности, т.к. считается, что женщины менее склонны идти на риск, чем мужчины. В настоящее время среди управленцев наблюдается гендерная диспропорция в пользу мужчин, поэтому женщины, которые все же попадают на руководящие должности, зачастую более мотивированы и целеустремленны, что позволяет им преуспевать на этих позициях и обходить своих конкурентов
H3: Семейное положение CEO существенно влияет на инвестиционную привлекательность корпораций	Не состоящие в браке руководители зачастую обладают более высоким риск-аппетитом, что может негативно сказываться на результатах работы корпораций и снижать инвестиционную привлекательность корпораций
H4: Нахождение иностранных граждан в должности CEO негативно влияет на инвестиционную привлекательность	CEO-иностранцы не так глубоко знают специфику страны, в которой корпорация оперирует, по сравнению с резидентами
H5: Чем выше уровень образования CEO корпорации, тем выше уровень ее инвестиционной привлекательности	Значимость образования обусловлена тем, что в процессе его получения происходит формирование мировоззрения и системы ценностей руководителей, причем прохождение большего числа образовательных ступеней позитивно влияет на инвестиционную привлекательность корпораций
H6: Получение образования в области прикладных наук повышает уровень инвестиционной привлекательности	Прикладные науки носят практикоориентированный характер – специализация в данном направлении помогает лучше понимать специфику бизнеса и повышает эффективность управления компанией
H7: Корпорации, возглавляемые CEO со степенью MBA (магистр бизнес-администрирования), являются более инвестиционно-привлекательными	Получение образования в бизнес-школах углубляет понимание основ бизнеса и особенностей управления в современном мире и позволяет перенять опыт других управленцев и обзавестись новыми контактами, которые в будущем могут стать бизнес-партнерами
H8: Престижность университетов, в которых CEO получили образование, не влияет на инвестиционную привлекательность корпораций	Репутация высших учебных заведений менее важна, чем навыки и опыт, поэтому выпускники менее престижных университетов в той же мере, что и выпускники элитных школ, воздействуют на инвестиционную привлекательность
H9: CEO, прошедшие обучение в иностранных высших учебных заведениях, способствуют повышению инвестиционной привлекательности корпораций	Обучение за границей дает ценный опыт, возможность посмотреть на привычные вещи под другим углом. В процессе также формируется новое «глобальное» мышление, которое является симбиозом различных культурных ценностей и отличается большей гибкостью

Гипотеза	Комментарий
H10: Срок пребывания на посту CEO является значимым при определении уровня инвестиционной привлекательности корпораций	Длительное пребывание в должности рано или поздно начинает негативно сказываться на корпорации. Это связано с тем, что по прошествии времени фокус топ-менеджеров часто смещается в сторону удержания власти, они меньше вовлекаются в дела корпорации
H11: Осуществление руководства корпорацией ее основателем влияет на ее уровень инвестиционной привлекательности	Основатели корпорации больше заинтересованы в успехе корпорации, в ее развитии и росте, чем наемные менеджеры. Считается, что CEO-основатели обеспечивают сохранение «культурного кода» организации, первоначальной бизнес-идеи и миссии, что выделяет ее среди конкурентов и способствует росту инвестиционной привлекательности
H12: CEO, занявшие должность в результате внешнего найма, оказывают негативное влияние на инвестиционную привлекательность корпорации	Руководители с предыдущим опытом работы внутри корпорации на более низких позициях обладают необходимыми знаниями о корпорации, что позволяет им успешно осуществлять управление ею. «Внешним» топ-менеджерам, которые ранее никогда не работали в корпорации, очень часто приходится перестраивать корпорацию под себя, выстраивать контакты не только с внешними партнерами, но и внутри корпорации, на что может уйти значительное количество времени

Итоговая выборка составила 619 корпораций из 38 стран мира, 87,7% выборки расположены в 14 странах (рис. 1). В табл. 3 представлена более подробная статистика по показателям, используемым в данной работе для характеристики корпораций. В выборке представлено 26 индустрий. Наибольшее число корпораций оперируют в банкинге, финансах и нефтегазовой промышленности.

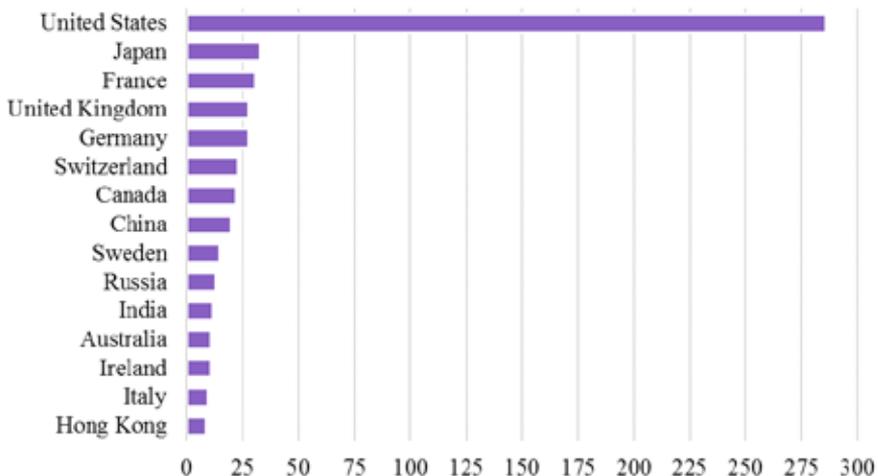


Рис. 1. Топ-15 стран с наибольшим количеством корпораций, включенных в итоговую выборку

Таблица 3

Описательная статистика характеристик корпораций

Variable	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Age	619	4	357	74	54
Size	619	0,88	8,28	3,78	1,40
Average annual market cap change, %	619	-39,84	25475,22	131,04	1186,40
Annualized volatility, %	619	14,18	141,99	38,27	18,16
Tobin's Q	619	0,00	53,96	1,67	2,98

Итоговая выборка включает три вида переменных: номинальные, порядковые и интервальные (табл. 4).

Таблица 4

Описательная статистика характеристик CEO корпораций

Variable	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CEO_age_1	619	32,0	92,0	60,675	7,3570
CEO_age_0	619	19,0	74,0	49,391	8,3194
CEO_gender	619	0,0	1,0	0,963	0,1893
CEO_marital_status	619	0,0	1,0	0,981	0,1380
CEO_foreign	619	0,0	1,0	0,225	0,4176
Degree_level	619	0,0	3,0	1,777	0,6746
Degree_field	619	0,0	5,0	4,050	1,0097
Degree_university	619	0,0	1,0	0,216	0,4122
Degree_MBA	619	0,0	1,0	0,352	0,4780
Degree_frn_edu	619	0,0	1,0	0,225	0,4176
Tenure	619	4,0	57,0	11,155	8,0946
Career	619	0,0	1,0	0,131	0,3375
Promotion	619	0,0	1,0	0,800	0,4006

Все зависимые переменные, а также независимые переменные, характеризующие возраст CEO на момент вступления в должность и в отчетном периоде, а также срок нахождения в должности, относятся к интервальным переменным. Порядковые переменные – высший уровень образования. Все остальные переменные являются номинальными.

Результаты анализа значимости влияния дихотомических переменных на уровень инвестиционной привлекательности представлены в табл. 5.

Таблица 5

Значимость влияния дихотомических независимых переменных на изменчивость инвестиционной привлекательности корпораций

Variables	Levene's test	T-test	Mann-Whitney U test
Average annual market cap change			
CEO_gender	0,544	0,725	–
CEO_marital_status	0,000	–	0,476
CEO_foreignner	0,347	0,632	–
Degree_MBA	0,012	–	0,955
Degree_university	0,222	0,433	–
Degree_frn_edu	0,401	0,647	–
Career	0,000	–	0,000
Promotion	0,472	0,739	–
Annualized volatility			
CEO_gender	0,721	0,949	–
CEO_marital_status	0,349	0,020	–
CEO_foreignner	0,259	0,466	–
Degree_MBA	0,112	0,158	–
Degree_university	0,764	0,433	–
Degree_frn_edu	0,147	0,556	–
Career	0,000	–	0,000
Promotion	0,144	0,098	–
Tobin's Q			
CEO_gender	0,714	0,972	–
CEO_marital_status	0,846	0,540	–
CEO_foreignner	0,211	0,129	–
Degree_MBA	0,002	–	0,011
Degree_university	0,518	0,235	–
Degree_frn_edu	0,003	–	0,721
Career	0,000	–	0,016
Promotion	0,765	0,986	–

Применены следующие методы статистической проверки гипотез: для дихотомических номинальных независимых переменных применен – Т-критерий Стьюдента для независимых выборок, если соблюдается условие нормального распределения исходных данных, которое проверяется через проведение теста на равенство двух дисперсий при помощи критерия Левена, при этом доверительный интервал установлен на уровне 5%. В случае отсутствия нормального распределения данных используется U-критерий Манна-Уитни.

Для номинальных и порядковых независимых переменных применен однофакторный дисперсионный анализ. Если исходные данные не являются распределенными, что также определяется через значения критерия Левена, использован критерий Краскала-Уоллиса. В табл. 6. приведены результаты проверки значимости данных переменных для изменчивости зависимых переменных.

Таблица 6

Значимость влияния номинальных и порядковых независимых переменных на изменчивость инвестиционной привлекательности корпораций

Variables	Levene's test	ANOVA	Kruskal-Wallis Test
Average annual market cap change			
Degree_level	0,818	0,960	–
Degree_field	0,000	–	0,044
Annualized volatility			
Degree_level	0,656	0,257	–
Degree_field	0,000	–	0,676
Tobin's Q			
Degree_level	0,037	–	0,577
Degree_field	0,737	0,544	–

Для оценки значимости интервальных переменных применяется корреляционный анализ. В рамках данного исследования использован коэффициент корреляции Спирмена, который позволяет учесть возможность отсутствия нормального распределения исходных данных и наличие выбросов в них. Значения коэффициента корреляции для интервальных независимых переменных отобразены в табл. 7.

Общие результаты оценки значимости влияния всех независимых переменных на изменчивость инвестиционной привлекательности корпораций приведены в табл. 8. В рамках данного исследования заданная величина статистического р-уровня значимости для всех переменных составляет 5%.

Таблица 7

Значимость влияния интервальных независимых переменных на изменчивость инвестиционной привлекательности корпораций

Variables	Average annual market cap change		Annualized volatility		Tobin's Q	
	Correlation Coefficient	Sig.	Correlation Coefficient	Sig.	Correlation Coefficient	Sig.
CEO_age_0	-0,177	0,000	-0,205	0,000	-0,114	0,004
CEO_age_1	-0,004	0,885	-0,096	0,016	-0,111	0,006
Tenure	0,156	0,000	0,120	0,003	0,069	0,085

Таблица 8

Значимость влияния независимых переменных на изменчивость инвестиционной привлекательности корпораций

Variables	Average annual market cap change	Annualized volatility	Tobin's Q
CEO_age_0	0,000	0,000	0,004
CEO_age_1	0,885	0,016	0,006
CEO_gender	0,725	0,949	0,972
CEO_marital_status	0,476	0,020	0,540
CEO_foreign	0,632	0,466	0,129

Variables	Average annual market cap change	Annualized volatility	Tobin's Q
Degree_level	0,960	0,257	0,577
Degree_field	0,044	0,676	0,544
Degree_MBA	0,955	0,158	0,011
Degree_university	0,433	0,433	0,235
Degree_frn_edu	0,647	0,556	0,721
Tenure	0,000	0,003	0,085
Career	0,000	0,000	0,016
Promotion	0,739	0,098	0,986

Заключение

Исследование показало, что уровень инвестиционной привлекательности корпораций зависит от следующих персональных характеристик CEO: возраст на момент вступления в должность, семейное положение, специальность, по которой было получено образование, срок пребывания в должности, способ поступления на пост.

Влияние данных параметров является статистически значимым как минимум для одной зависимой переменной, характеризующей инвестиционную привлекательность корпорации. При этом переменные «возраст на момент вступления в должность» и «способ поступления на пост» являются значимыми для всех трех зависимых переменных – среднегодового темпа изменения рыночной капитализации корпорации, коэффициента Тобина, годовой волатильности.

Важно отметить, что среди количественных независимых переменных только «возраст на момент вступления в должность» имеет относительно сильный уровень связи. Уровень связи возраста CEO на момент вступления в должность и годовой волатильности равен – 0,205, что свидетельствует о средней отрицательной корреляции между рассматриваемыми показателями. Чем позже CEO вступает в должность, тем ниже уровень ежегодной волатильности акций корпорации.

Отсутствие статистической значимости влияния других независимых переменных на инвестиционную привлекательность корпораций опровергает ранее сформулированные гипотезы H2, H4, H5, H7, H9 и H12 и доказывает корректность гипотезы H8.

На основании вышесказанного можно сделать вывод о необходимости учета персональных характеристик CEO при оценке инвестиционной привлекательности современных корпораций. Представленная модель может быть расширена путем включения других персональных характеристик.

Список источников

1. *Анализ инвестиционной привлекательности организации* / под ред. Д.А. Ендовицкого. Москва, КноРус, 2010. 374 с.
2. Березинец И.В., Гаранина Т.А., Ильина Ю.Б. Интеллектуальный капитал совета директоров: динамический подход к определению и структуре // *Российский журнал менеджмента*, 2017, т. 15, no. 3, с. 357-382.
3. Березинец И.В., Ильина Ю.Б., Черкасская А.Д. Структура совета директоров и финансовая результативность российских открытых акционерных обществ // *Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент*, 2013, no. 2, с. 3-52.
4. Когденко В.Г. Оценка инвестиционной привлекательности действующей организации по данным финансовой отчетности // *Финансовая аналитика: проблемы и решения*, 2008, no. 7 (7), с. 60-67.
5. Косорукова О.Д. Методика учета влияния деловой репутации исполнительного органа и членов совета директоров акционерного общества на стоимость бизнеса // *Современная конкуренция*, 2021, т. 15, no. 1, с. 80-96.
6. Кошелева С.В. Компания как отражение влияния личности руководителя: от предложений к доказательствам, от практики к теории (предисловие к разделу) // *Вестник Санкт-Петербургского университета*, 2008, Т. 8, no. 3, с. 89-103.
7. Крылов Э.И., Власова В.М., Журавова И.В. Методологические вопросы анализа финансового состояния во взаимосвязи с инвестиционной привлекательностью предприятия // *Финансы и кредит*, 2002, no. 15 (105), с. 27-35.
8. Лытнева Н.А., Анисимова И.А. Развитие комплексного анализа инвестиционной привлекательности организации // *Экономическая среда*, 2019, no. 3 (29), с. 5-11.
9. Ованесова Ю.С., Житихин С.С. Взаимосвязь личностных характеристик CEO и эффективности деятельности компаний на разных стадиях жизненного цикла // *Российский журнал менеджмента*, no. 4, 2020, с. 575-604.
10. Пономарева Е.В., Иванова Т.Д. Со-временные тенденции в формировании личного бренда руководителя // *Лидерство и менеджмент*, 2018, т. 5, no. 4, с. 141-152.
11. Федорова Е.А., Демин И.С., Хрустова Л.Е., Осетров Р.А., Федоров Ф.Ю. Влияние тональности писем CEO на финансовые показатели компании // *Российский журнал менеджмента*, 2017, т. 15, no. 4, с. 441-462.
12. Федорова Е.А., Шувариков М.Д. Влияние образования CEO на инвестиционную привлекательность компаний // *Финансы и кредит*, 2023, т. 29, no. 12 (840), с. 2670-2692.
13. Шнайдер О.В., Герасимова Е.А., Себриня А. К актуальным вопросам анализа инвестиционной привлекательности организации // *Jurnalul Umanitar Modern*, 2021, т. 4, no. 2 (8), с. 24-26.
14. Amran N.A., Yusof M.A., Ishak R., Aripin N. Do Characteristics of CEO and Chairman Influence Government-Linked Companies Performance? // *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 2014, Vol. 109, no. 3&4, pp. 799-803.
15. Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I. Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades // *Journal of Political Economy*, 1992, vol. 100, no. 5, pp. 992-1026.
16. Cooper M.J., Gulen H., Rau P.R. Performance for pay? The relation between CEO incentive compensation and future stock price performance // *Behavioral & Experimental Finance eJournal*, 2016.
17. Felfe J., Petersen L. Romance of leadership and management decision making // *European Journal of Work and Organizational Psychology*, 2006, vol. 16, no. 1, pp. 1-24.
18. Finkelstein S., Hambrick D.C., Cannella A.A. *Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards*. New York, Oxford University Press, 2009.
19. Hambrick D., Mason P. Upper Echelons: the Organization as a Reflection of Its Top Managers // *Academy of Management Review*, 1984, vol. 9, no. 2, pp. 193-206.
20. Kaplan S.N., Klebanov M.M., Sorensen M. Which CEO characteristics and

abilities matter? // *The Journal of Finance*, 2012, Vol. 67, no. 3, pp. 973-1007.

21. Mackey A. The Effects of CEOs on Firm Performance // *Strategic Management Journal*, 2008, Vol. 29, no. 12, pp. 1357-1367.

22. Martin A.D., Nishikawa T., Williams M.A., Martin A.D. CEO Gender: Effects on Valuation and Risk // *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 2009, vol. 48, no. 3, pp. 23-40.

23. Meindl J.R., Ehrlich S.B., Dukerich J.M. The Romance of Leadership // *Administrative Science Quarterly*, 1985, vol. 30, no. 1, pp. 78-102.

24. 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, Vol. 16, no. 4, pp. 1-33.

25. Nguyen H.L., Fan P. CEO Education and Firm Performance: Evidence from Corporate Universities // *Administrative Sciences*, 2022, Vol. 12, no. 4, pp. 1-15.

26. Quigley T.J., Chirico F., Baù M. Does the CEO Effect on Performance Differ in Private Versus Public Firms? // *Strategic Organization*, 2022, Vol. 20, no. 3, pp. 652-673.

ANALYSIS OF THE IMPACT OF CEO'S PERSONAL CHARACTERISTICS ON THE INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF CORPORATIONS

Babicheva Nadezhda Evaldovna¹, Dr. Sci. (Econ.), Assist. Prof.

Golovinov Oleg Nikolaevich², Dr. Sci. (Econ.), Prof.

Sinitskaya Karina Alexandrovna³, spec.

¹ Voronezh State University, Universitetskaya pl., 1, Voronezh, Russia, 394018; e-mail: sigava@mail.ru

² Donetsk State University, Universitetskaya str., 24, Donetsk, Russia, 283001; e-mail: oogolovinov@mail.ru

³ JSC «Capt», Olympic Ave., 16, building 5, floor 3, room I, room 24e, Moscow, Russia, 129110; e-mail: karina_sineckaya@mail.ru

Importance: the chief executive officer (CEO) along with other top managers is an integral part of the intellectual capital of the corporation, where the element is the personal brand of the head, purposefully forming the investment attractiveness of the corporation in the perception of investors. *Purpose:* to summarize approaches to assessing the investment attractiveness of a corporation and to analyze the impact of CEO's personal characteristics on the average annual rate of change in the corporation's market capitalization, annual volatility and Tobin's coefficient. *Research design:* the methods of grouping, comparison, generalization, analysis and synthesis, correlation and regression analysis were used in conducting the research. In the course of empirical research, 13 CEO personal characteristics and three indicators of investment attractiveness of 619 large corporations were selected. *Results:* the level of investment attractiveness of corporations depends on the following personal characteristics of CEOs: age at the time of taking office, marital status, specialty of education, tenure, and method of entry into office. The variables «age at the time of taking office» and «mode of entry into office» are the only variables that are significant for all three dependent variables – the average annual rate of change in corporate market capitalization, annual volatility, and the Tobin coefficient. Among the quantitative independent variables, only «age at entry to office» is significant.

Keywords: investment attractiveness, CEO, intellectual capital, theory of upper echelons.

References

1. *Analiz investicionnoj privlekatel'nosti organizacii* / pod red. D.A. Endovickogo. Moskva, KnoRus, 2010. 374 p. (In Russ.)
2. Berezinec I.V., Garanina T.A., Il'ina Ju.B. Intellektual'nyj kapital soveta direktorov: dinamicheskij podhod k opredeleniju i strukture. *Rossijskij zhurnal menedzhmenta*, 2017, T. 15, no. 3, pp. 357-382. (In Russ.)
3. Berezinec I.V., Il'ina Ju.B., Cherkasskaja A.D. Struktura soveta direktorov i finansovaja rezul'tativnost' rossijskih otkrytyh akcionerных obshhestv. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Menedzhment*, 2013, no. 2, pp. 3-52. (In Russ.)
4. Kogdenko V.G. Ocenka investicionnoj privlekatel'nosti dejstvujushhej organizacii po dannym finansovoj otchetnosti. *Finansovaja analitika: problemy i reshenija*, 2008, no. 7 (7), pp. 60-67. (In Russ.)
5. Kosorukova O.D. Metodika ucheta vlijaniya delovoj reputacii ispolnitel'nogo organa i chlenov soveta direktorov akcionernogo obshhestva na stoimost' biznesa. *Sovremennaja konkurencija*, 2021, T. 15, no. 1, pp. 80-96. (In Russ.)
6. Kosheleva S.V. Kompanija kak otrazhenie vlijaniya lichnosti rukovoditelja: ot predlozhenij k dokazatel'stvam, ot praktiki k teorii (predislovie k razdelu). *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta*, 2008, T. 8, no. 3, pp. 89-103. (In Russ.)
7. Krylov Je.I., Vlasova V.M., Zhuravkova I.V. Metodologicheskie voprosy analiza finansovogo sostojaniya vo vzaimosvjazi s investicionnoj privlekatel'nost'ju predpriyatija. *Finansy i kredit*, 2002, no. 15 (105), pp. 27-35. (In Russ.)
8. Lytneva N.A., Anisimova I.A. Razvitiye kompleksnogo analiza investicionnoj privlekatel'nosti organizacii. *Jekonomicheskaja sreda*, 2019, no. 3 (29), pp. 5-11. (In Russ.)
9. Ovanesova Ju.S., Zhitihin C.C. Vzaimosvjaz' lichnostnyh harakteristik CEO i jeffektivnosti dejatel'nosti kompanij na raznyh stadijah zhiznennogo cikla. *Rossijskij zhurnal menedzhmenta*, no. 4, 2020, pp. 575-604. (In Russ.)
10. Ponomareva E.V., Ivanova T.D. Sovremennye tendencii v formirovanii lichnogo brenda rukovoditelja. *Liderstvo i menedzhment*, 2018, T. 5, no. 4, pp. 141-152. (In Russ.)
11. Fedorova E.A., Demin I.S., Hrustova L.E., Osetrov R.A., Fedorov F.Ju. Vlijanie tonal'nosti pisem CEO na finansovye pokazateli kompanii. *Rossijskij zhurnal menedzhmenta*, 2017, T. 15, no. 4, pp. 441-462. (In Russ.)
12. Fedorova E.A., Shuvarikov M.D. Vlijanie obrazovanija SEO na investicionnuju privlekatel'nost' kompanij. *Finansy i kredit*, 2023, T. 29, no. 12 (840), pp. 2670-2692.
13. Shnajder O.V., Gerasimova E.A., Sebrinja A. K aktual'nym voprosam analiza investicionnoj privlekatel'nosti organizacii. *Jurnalul Umanitar Modern*, 2021, T. 4, no. 2 (8), pp. 24-26.
14. Amran N.A., Yusof M.A., Ishak R., Aripin N. Do Characteristics of CEO and Chairman Influence Government-Linked Companies Performance? *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 2014, Vol. 109, no. 3&4, pp. 799-803. (In Eng.)
15. Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I. Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades. *Journal of Political Economy*, 1992, vol. 100, no. 5, pp. 992-1026. (In Eng.)
16. Cooper M.J., Gulen H., Rau P.R. Performance for pay? The relation between CEO incentive compensation and future stock price performance. *Behavioral & Experimental Finance eJournal*, 2016. (In Eng.)
17. Felfe J., Petersen L. Romance of leadership and management decision making. *European Journal of Work and Organizational Psychology*, 2006, vol. 16, no. 1, pp. 1-24. (In Eng.)
18. Finkelstein S., Hambrick D.C., Cannella A.A. *Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards*. New York, Oxford University Press, 2009. (In Eng.)
19. Hambrick D., Mason P. Upper Echelons: the Organization as a Reflection of Its Top Managers. *Academy of Management Review*, 1984, vol. 9, no. 2, pp. 193-206. (In Eng.)
20. Kaplan S.N., Klebanov M.M., Sorensen M. Which CEO characteristics and abilities matter? *The Journal of Finance*, 2012,

Vol. 67, no. 3, pp. 973-1007. (In Eng.)

21. Mackey A. The Effects of CEOs on Firm Performance. *Strategic Management Journal*, 2008, Vol. 29, no. 12, pp. 1357-1367. (In Eng.)

22. Martin A.D., Nishikawa T., Williams M.A., Martin A.D. CEO Gender: Effects on Valuation and Risk. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 2009, vol. 48, no. 3, pp. 23-40. (In Eng.)

23. Meindl J.R., Ehrlich S.B., Dukerich J.M. The Romance of Leadership. *Administrative Science Quarterly*, 1985, vol. 30, no. 1, pp. 78-102. (In Eng.)

24. 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, Vol. 16, no. 4, pp. 1-33. (In Eng.)

25. Nguyen H.L., Fan P. CEO Education and Firm Performance: Evidence from Corporate Universities. *Administrative Sciences*, 2022, Vol. 12, no. 4, pp. 1-15. (In Eng.)

26. Quigley T.J., Chirico F., Baù M. Does the CEO Effect on Performance Differ in Private Versus Public Firms? *Strategic Organization*, 2022, Vol. 20, no. 3, pp. 652-673. (In Eng.)