

DOI: 10.29141/2218-5003-2023-14-3-5

EDN: EBJMTV

JEL Classification: G34, O16

Влияние характеристик совета директоров на эффективность сделок слияний и поглощений на российском рынке

В.О. Цаплин, Л.С. Ружанская

Уральский федеральный университет имени первого Президента России Б.Н. Ельцина, г. Екатеринбург, РФ

Аннотация. Статья посвящена оценке влияния характеристик совета директоров на эффективность сделок слияний и поглощений российских компаний и выработке рекомендаций по совершенствованию практик корпоративного управления в России. Исследование восполняет пробел в изучении совета директоров, характеристики которого являются сильными сигналами для рынка капиталов о качестве корпоративного управления и защиты интересов инвесторов в компании. Методологическую основу работы составили агентская теория и теории слияний и поглощений. Тестирование выдвинутых гипотез о влиянии характеристик совета директоров на результативность сделок осуществлялось посредством метода наименьших квадратов для построения линейной регрессии. Источниками информации для эмпирической части исследования послужили Annual Reports и ZEPHYR Bureau van Dijk, позволившие собрать базу данных из 55 436 сделок слияний и поглощений за период 2000–2020 г., из которых согласно жестким критериям анализа было отобрано 659 сделок. Обнаружена статистически значимая взаимосвязь характеристик совета директоров поглощающей компании с результативностью сделок слияний и поглощений. Оценка результативности сделок проведена с использованием модели накопленной сверхнормальной доходности (CAR). Полученные результаты развивают новое направление исследований сетевого взаимодействия между советами директоров компаний – участниц сделок и привлечения связанных с другими фирмами советов директоров.

Ключевые слова: корпоративное управление; M&A; совет директоров; событийный анализ; эффективность сделок.

Информация о статье: поступила 3 марта 2023 г.; доработана 7 апреля 2023 г.; одобрена 19 апреля 2023 г.

Ссылка для цитирования: Цаплин В.О., Ружанская Л.С. (2023). Влияние характеристик совета директоров на эффективность сделок слияний и поглощений на российском рынке // Управленец. Т. 14, № 3. С. 59–70. DOI: 10.29141/2218-5003-2023-14-3-5. EDN: EBJMTV.

M&A transactions in the Russian market: The impact of corporate boards' attributes

Vladislav O. Tsaplin, Lyudmila S. Ruzhanskaya

Ural Federal University named after the first President of Russia B.N. Yeltsin, Ekaterinburg, Russia

Abstract. The paper delves into the impact of corporate boards' attributes on the efficiency of mergers and acquisitions (M&A) transactions in the Russian market and formulates recommendations on improving corporate governance practices in Russia. The article bridges a gap in research on boards of directors whose characteristics serve as strong signals to the capital market about the quality of corporate governance and protection of investors' interests. Methodologically, the study rests on agency theory and the theories of mergers and acquisitions. The research hypotheses about the effect of board characteristics on M&A transactions were tested using the least square method to construct a linear regression. The transaction efficiency was assessed using the cumulative abnormal return (CAR) model. The empirical data were retrieved from Annual Reports and ZEPHYR Bureau van Dijk and covered 55,436 mergers and acquisitions from 2000 to 2020, of which 659 transactions satisfied the strict criteria and were selected for further analysis. We found a statistically significant relationship between the board characteristics of the acquiring company and the efficiency of mergers and acquisitions. The obtained results contribute to the development of a new research avenue on network-based interaction between boards of the companies participating in transactions and the involvement of boards of other firms.

Keywords: corporate governance; M&A; board of directors; event analysis; transaction efficiency.

Article info: received March 3, 2023; received in revised form April 7, 2023; accepted April 19, 2023

For citation: Tsaplin V.O., Ruzhanskaya L.S. (2023). M&A transactions in the Russian market: The impact of corporate boards' attributes. *Upravlenets/The Manager*, vol. 14, no. 3, pp. 59–70. DOI: 10.29141/2218-5003-2023-14-3-5. EDN: EBJMTV.

ВВЕДЕНИЕ

Динамичные изменения в системе корпоративных отношений, вызванные высокой турбулентностью в российской экономике, обуславливают необходимость пересмотра и адаптации существующих моделей корпоративного управления с учетом изменения составов советов директоров (далее – СД, советы) ввиду выхода иностранных руководителей и большого числа продаж иностранных активов российским инвесторам. В условиях высокой неопределенности для инвесторов особенно важны индикаторы устойчивости и позитивные сигналы, позволяющие выбирать ориентиры для надежных вложений. Эти обстоятельства делают изучение советов директоров актуальным и востребованным.

Соответствующие российские исследования с использованием баз данных для эконометрического моделирования не столь обширны [Ивашковская, Пономарева, Сеттлз, 2007; Дуляк, 2015; Muravyev, Berezinets, Ilna, 2014; Березинец, Ильина, Смирнов, 2016; Garanina, Muravyev, 2021], несмотря на то, что СД является центральным механизмом снижения агентских издержек в корпорациях. При этом сигнальная природа качества работы советов ранее на российских данных не рассматривалась применительно к рынку корпоративного контроля или анализу эффективности сделок слияний и поглощений.

Цель исследования – оценка влияния характеристик совета директоров на эффективность сделок слияний и поглощений российских компаний с учетом не только его состава и структуры, но и взаимосвязанности его членов с советами других фирм.

Используя в качестве теоретической базы расширенную концепцию корпоративного управления, агентскую теорию, теорию слияний и поглощений, авторы моделируют с помощью событийного анализа влияние разных аспектов опыта и компетенций членов СД компаний – участниц сделки. Индикаторами опыта и указанных компетенций являются следующие критерии: наличие независимых директоров, сетевое взаимодействие между советами в форме включения представителей одних советов в советы других компаний, возраст членов СД. Применение событийного анализа потребовало решения технических, но важных для исследования конкретной выборки задач: определения окна события и расчета накопленной сверхнормальной доходности. Эмпирический анализ проводился с помощью метода наименьших квадратов для построения линейной регрессионной модели, очищенной от проблем эконометрического анализа.

Для достижения поставленной цели решались следующие задачи:

- выявить механизм влияния характеристик СД на эффективность сделок слияний и поглощений;
- основываясь на мотивах сделок, оценить влияние характеристик советов директоров российских ком-

паний-покупателей на эффективность сделок слияний и поглощений;

- сформулировать рекомендации относительно состава и организации работы совета директоров российских компаний для совершенствования практики корпоративного управления в целом и для акционеров компаний в частности в целях повышения эффективности сделок по приобретению.

Статья организована следующим образом. В первой части обосновывается аналитическая рамка исследования и гипотезы, во второй описаны подходы и шаги по формированию «окна события» и базы данных, после чего протестированы выдвинутые гипотезы с использованием метода наименьших квадратов. Далее представлены результаты, которые вносят вклад в научные исследования по данной проблематике. Практическая значимость работы заключается в формировании рекомендаций для акционеров компаний относительно наиболее подходящей структуры совета директоров для следующей сделки M&A.

РОЛЬ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ В СДЕЛКАХ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Размер совета директоров компании-покупателя и эффективность сделок M&A. Начиная рассматривать механизм влияния характеристик совета директоров компании-покупателя, остановимся не на всех возможных характеристиках, а лишь на наиболее значимых для принятия стратегически важного и сопряженного с большими затратами решения – приобретения другой компании. Принимая во внимание, что мотивы сделок, которые движут компанией-покупателем, сводятся в конечном счете к получению положительного экономического эффекта, рассмотрим, как особенности совета – органа, принимающего такого рода решения, влияют на результативность сделки. Мы отобрали характеристики, отражающие способность принятия СД решений, ведущих к росту эффективности. Структурные характеристики совета директоров, несмотря на продолжительный период их изучения, до сих пор являются дискуссионной темой из-за множественности условий функционирования компаний в разных национальных контекстах. Авторы придерживаются разных мнений и по поводу размера СД, приводя аргументы в пользу как большого, так и малого размера.

С точки зрения ресурсной теории большой размер Совета директоров может рассматриваться как «потенциальный ресурс для обширных коммуникаций и обмена опытом, знаниями и мнениями» [Dalton et al., 1999, p. 675]. В этом случае консультационная функция осуществляется с большей отдачей: разнообразный опыт членов СД, их навыки и умения создают дополнительное преимущество – в частности, увеличивается число лиц, на которых генеральный директор сможет положиться в критические моменты. Необходимость

в этом обычно возникает при решении определенной проблемы или задачи, когда различные точки зрения приводят к оптимальному решению. Учитывая теорию ресурсной зависимости, следует упомянуть о положительном влиянии большого числа членов совета директоров на принимаемые решения. Если деятельность фирмы тесно связана с внешними рынками, большой размер СД эквивалентен большому количеству ресурсов, доступных на этих рынках [Pfeffer, Salancik, 1978].

М. Липтон и Дж. В. Лорш придерживаются противоположного мнения, полагая, что большой размер совета директоров (более 10 человек) приводит к недостатку смысла и ясности в диалоге: в условиях ограниченного времени участникам переговоров все сложнее выражать свои мысли и предложения максимально понятно для всех [Lipton, Lorsch, 1992]. Также, например, М. Дженсен настаивает на том, что, когда число участников совета директоров превышает семь-восемь человек, он менее эффективно взаимодействует с CEO [Jensen, 1993]. С. Рахеджа считает, что небольшая численность директоров в совете наиболее важна в областях с высокой конкуренцией [Raheja, 2005]. В свою очередь, Дж. Коулс полагает, что размер совета зависит от потребности фирмы в консультационных услугах членов СД. Он пришел к выводу о нелинейной зависимости между размером совета директоров и коэффициентом Тобина, что говорит о низкой эффективности большого совета [Coles, 2008].

Рассматриваемый размер часто выступает важной переменной в исследованиях, связанных с СД, так как количество директоров, с одной стороны, увеличивает вероятность принятия качественных решений в компании, а с другой – может привести к высоким издержкам коммуникации [Adams, 2017]. Это делает данный показатель важным предиктором результатов деятельности компании [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013].

В рамках анализа влияния структурных характеристик советов директоров поглощающих компаний на эффективность проводимых ими сделок получены результаты, которые могут быть аргументированы различными соображениями применительно к различным базам данных. Так, М. Дженсен и Е. Фама предположили, что крупный совет директоров может страдать от недостатка координации и способности договариваться, поэтому зачастую значительно медленнее принимает корпоративные решения, а его члены с меньшей вероятностью проголосуют против идей менеджеров, которые часто противоречат интересам акционеров [Fama, Jensen, 1983].

А. Коласински и К. Ли, рассмотрев данные компаний Гонконга, пришли к выводу о том, что меньший размер совета директоров позволяет заключать более эффективные сделки M&A, особенно если он «усилен» большей долей независимых директоров, так как это

«ослабляет самоуверенность менеджеров при совершении сделок M&A» [Kolasinski, Li, 2013]. Что касается результативности сделок слияний и поглощений, есть свидетельства того, что малые советы директоров с меньшей вероятностью руководствуются мотивами, не приводящими к максимизации стоимости [Mishra, Kapil, 2018]. В. Бен-Амар обнаружил, что размер СД и прибыльность деятельности поглощающей фирмы в краткосрочной перспективе несовместимы для базы канадских фирм [Ben-Amar, 2011]. Выводы, основанные на российских данных, позволяют говорить о нелинейной зависимости между размером совета директоров и результативностью сделок M&A. Это объясняется тем, что для компании более выгодно поддерживать минимальное количество членов СД согласно требованиям российского законодательства или расширять состав в случае необходимости ввиду специфичности деятельности компании и потребностей в дополнительных компетенциях членов совета [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013]. С учетом сказанного сформулируем первую гипотезу.

H1. Для поглощающих компаний существует нелинейная зависимость между размером совета директоров и результативностью сделок M&A.

Независимые директора в совете и результативность сделок M&A. Авторы исследований в области корпоративного управления не пришли к единому мнению о роли независимых директоров в совете и характере их влияния на результативность фирмы. Некоторые полагают, что большая доля независимых членов СД способствует более эффективному принятию решений [Dahya, McConnell, 2005]. Авторы, которые опираются на агентскую теорию, придерживаются позиции о благоприятном воздействии наличия независимых директоров в совете на деятельность организации [Johnson et al., 1996]. Они полагают, что независимым директорам стоит выполнять функцию «мониторинга», объясняя это слабой вовлеченностью этих директоров в ежедневное управление компанией, а также свойственной им независимостью от генерального директора (CEO). Действительно, связанные с деятельностью организации директора склонны поддерживать инициативы и решения, принимаемые CEO, потому что от этого зависит их работа в совете с более выгодными для них условиями.

Другим сторонником положительного влияния независимого СД является Д. Ферейра [Ferreira, 2011], поддерживающий идею об увеличении количества независимых директоров в совете. Согласно результатам его исследования, отсутствие особых отношений между независимым директором и генеральным директором фирмы предотвращает искаженное восприятие первым информации, которую второй способен умышленно представить с выгодной ему стороны. Независимый директор не имеет такого давления со стороны стейкхолдеров, как зависимый. Все эти факторы

приводят к более эффективным и разумным решениям относительно деятельности фирмы. Таким образом, мнение о положительном влиянии присутствия независимых директоров в совете на принимаемые компанией решения распространено среди сторонников агентской теории.

В этой связи стоит сказать, что независимость директоров считается одним из классических показателей, исследуемых в корпоративном управлении. Этот показатель может влиять на стоимость компании, поскольку независимые директора не связаны с ее руководством и способны лучше защищать интересы акционеров [Fama, Jensen, 1983]. Кодексы корпоративного управления многих стран содержат рекомендации о необходимости включения в совет независимых директоров. Несмотря на то, что результаты эмпирических работ свидетельствуют как о наличии влияния независимости совета на стоимость компании [Choi, Park, Yoo, 2007; Mishra, Kapil, 2018; Thenmozhi, Sasidharan, 2020], так и о его отсутствии [De Andres, Azofra, Lopez, 2005; Березинец, Ильина, Черкасская, 2013], показатель включается в модель с учетом его распространенности и обоснованности в рамках агентской теории.

Отметим, что независимые директора обладают опытом работы в разных компаниях, поэтому они могут более точно оценить сделку и назначить соответствующий размер премии. Но деятельность независимого директора эффективна до тех пор, пока стоимость доступа к информации невелика. Как только она увеличивается, указанная эффективность падает [Duchin et al., 2010]. В то же время исполнительные директора более информированы о работе компании и могут оказаться результативны в условиях дороговизны и недоступности информации [Harris, Shimizu, 2004]. Однако роли исполнительных и независимых директоров в СД различаются [Coles, 2008], поэтому возникает задача достичь баланса в его составе [Bausinger, Hoskisson, 1985]. Однако сторонники увеличения доли независимых директоров опираются на утверждение, что те осуществляют более эффективный мониторинг действий CEO и препятствуют неэкономическим соображениям менеджеров при проведении сделок M&A [Byrd, Hickman, 1992; Hayward, Hambrick, 1997; Masulis, Mobbs, 2011].

С учетом высоких агентских издержек в практике корпоративного управления на растущих рынках, к которым относится и Россия, сформулируем следующую гипотезу.

H2. Существует положительная взаимосвязь между долей независимых директоров в совете директоров компании-покупателя и результативностью сделок M&A.

Возраст членов совета директоров и эффективность сделок M&A. Возраст членов СД используется при количественном моделировании в качестве фиктивной переменной когнитивных способностей директоров.

Очевидно, что когнитивные способности человека с возрастом снижаются [Muth, Donaldson, 1998]. Но при этом более молодые члены совета директоров могут склоняться к большему риску в принятии решений. Данный факт объясняется тем, что с возрастом человек все сильнее сопротивляется изменениям, так как он более озабочен своим положением и карьерными перспективами, возможности которых уменьшаются с течением времени [Wiersema, Bantel, 1992]. Так, «старшие» члены СД зачастую избегают принятия слишком рискованных решений, способных кардинально изменить стратегию развития компании. Вывод об их негативном влиянии подтвердили М. Хайвард и Д. Хэмбрик [Hayward, Hambrick, 1997], которые на основе выборки из 509 S&P500 фирм пришли к выводу о том, что фирмы с большим числом возрастных директоров имеют низкое соотношение стоимости компании на бирже и балансовой стоимостью компании.

В связи с изложенным средний возраст директоров может выступать прокси-показателем опыта управления, имеющегося у отдельно взятых директоров в совете, а также связью, которыми они располагают [Ferris, Jayaraman, 2018].

Вместе с тем в ряде работ доказано, что советы с большим средним возрастом директоров работают эффективнее, чем более молодые по составу [Mahadeo, Soobaroyen, Hanuman, 2011; Jonson et al., 2019].

Тот факт, что директора старшего возраста менее склонны к риску и не торопятся с принятием решений, ведет к более высокой избыточной доходности для сделок, которые заключает совет директоров с более возрастным составом. Кроме того, у некоторых членов СД более старшего возраста снижены когнитивные способности [Muth, Donaldson, 1998]. Причина сопротивления риску заключается в страхе потерять карьеру и материальное положение и обуславливает выбор более консервативных стратегий компании [Wiersema, Bantel, 1992]. Учитывая высокие риски на растущих рынках, мы выдвигаем следующую гипотезу.

H3. Для поглощающих компаний средний возраст членов Совета директоров положительно связан с результативностью сделок M&A.

Сетевые связи членов совета директоров и результативность сделок M&A. В отличие от рассмотренных выше характеристик СД, сетевое взаимодействие директоров, одновременно участвующих в работе советов различных компаний, реже анализируется на российских данных. Директоров, вовлеченных сразу в работу нескольких советов, в литературе называют занятыми (busy). Рассмотрим роль таких директоров как с положительной, так и с отрицательной стороны. Например, Е. Фама и М. Дженсен считают, что занятые директора обладают значительным опытом, который можно использовать для принятия более эффективных решений [Fama, Jensen, 1983]. Кроме того, имея доступ к широкой базе ресурсов, покупателей и по-

ставщиков, они приносят значительные преимущества в процесс работы компаний [Jackling, Johl, 2009]. И. Харрис и К. Шимитзу на основе рассмотрения 143 американских компаний доказали положительное влияние совета директоров, члены которого заняты во многих компаниях, на избыточную доходность поглощающей компании [Harris, Shimitzu, 2004]. Положительная оценка роли занятых директоров в фирме базируется и на репутационной теории.

Главным аргументом против занятого СД выступает жесткая ограниченность времени его работы [Lipton, Lorsh, 1992; Falato et al., 2014]. Занятым директорам сложно качественно подготовиться ко всем рабочим встречам, в том числе посвященным обсуждению сделок M&A. Следовательно, они часто подвергаются критике за невыполнение своих должностных обязанностей [Ferris et al., 2003]. Аналогичной точки зрения относительно занятых директоров придерживаются С. Ан и И. Ким, которые выявили, что фирмы, обладающие большим количеством таких директоров, демонстрируют меньшую избыточную доходность [Ahn, Kim, 2010]. Такой результат авторы объясняют снижением эффективности контроля за занятыми директорами ввиду распыления их внимания на 22 большие компании, которое приводит к принятию неэффективных решений, например проведению убыточных сделок слияний и поглощений. К похожим выводам пришли авторы исследования, основанного на выборке из 508 американских компаний и продемонстрировавшего более низкие показатели рентабельности активов и соотношения рыночной цены акции к ее бухгалтерской стоимости для фирм с большей долей занятых директоров в совете [Fich, Shivdasani, 2006].

Совмещение роли директора в поглощающей компании с ролью CEO в компании-мишени влияет на принятие решений по сделкам M&A. Как правило, премия в случае слияния таких компаний будет ниже из-за того, что директор такой категории заботится о благосостоянии своих акционеров [Benson et al., 2015]. В то же время занятые директора¹ могут быть проводниками знаний о бизнес-практиках [Caiazza, Simoni, 2019], а потому способны более взвешенно подходить к решению о сделках.

Противоречивость аргументации о влиянии занятых директоров на исходы сделок дополняется еще и тем, что менеджеры компаний более склонны к иницированию сделок M&A с другими компаниями, в совете директоров которых они также состоят [Haunschild, 1993], а это увеличивает вероятность завершения сделки M&A и сокращает длительность переговоров [Renneboog, Zhao, 2014; Falato et al., 2014]. Принимая во внимание то обстоятельство, что время – это цен-

ный ресурс, и учитывая склонность к риску в компаниях на растущих рынках, мы выдвигаем следующую гипотезу.

H4. Существует отрицательная взаимосвязь между занятостью совета директоров компании-покупателя и результативностью сделок M&A.

МАТЕРИАЛЫ И МЕТОДЫ

Широкое распространение в исследованиях на основе данных как развитых, так и развивающихся рынков получило применение событийного анализа (Event study). Ограничением является торгуемость компаний – участниц сделки. Его суть сводится к оцениванию эффектов от объявленных событий. Преимущества метода заключаются в простоте и надежности результатов для панельных данных и для временных рядов. Критическими элементами его применения являются определение окна события и окна оценивания. От продолжительности окон зависят полученные результаты, как показал метаанализ, проведенный на основе 130 исследований [Климарев, Студников, 2011].

Событийное окно имеет небольшую продолжительность для исключения случайных событий, которые могли бы исказить влияние оцениваемого показателя на зависимую переменную. Авторы используют как симметричные (см., например: [Rani, Yadav, 2011; Defrancq, Huyghebaert, Luypaert, 2016]), так и асимметричные окна (см., например: [Jia, Wang, Xion, 2013; Kerl, Schürg, Walter, 2013]). Для определения окна события мы исходили из предположения о значительной динамике изменений на российском фондовом рынке, что подталкивало к сокращению этого окна. Кроме того, выборка компаний для исследования построена таким образом, что оцениваются эффекты для компании-покупателя, принимающей самостоятельные решения, а не оказавшейся под давлением решения государства или делового окружения (период наблюдений не затрагивает неэкономических шоков и заканчивается 01.01.2020 г.). Основным мотивом для проведения сделки была операционная синергия, которая может быть достигнута за счет диверсификации деятельности компании. Это одна из групп финансовых мотивов, которая связана с осуществлением слияний и поглощений [Mukherjreem et al., 2006]. В результате было выбрано трехдневное окно события [-1, +1].

Окно оценивания устанавливает интервал, в котором рассчитывается ожидаемая доходность акций. Оно существенно длиннее окна события, но не пересекается с ним и устанавливается до даты события. В качестве прогнозного окна чаще всего используется 120-дневный промежуток [Погожева, 2013]. В данной работе в качестве окна оценивания взято окно [-125, -6].

Оцениваемым показателем эффекта от сделки стал показатель накопленной сверхнормальной доходности (CAR), в котором суммируются все избыточные

¹ Категории «занятие» (busy directors) или «взаимосвязанные директора» (interlocks) редко используются в исследованиях на российских данных. Примером такого использования является работа М.А. Завертяевой и П.А. Поповой [2021].

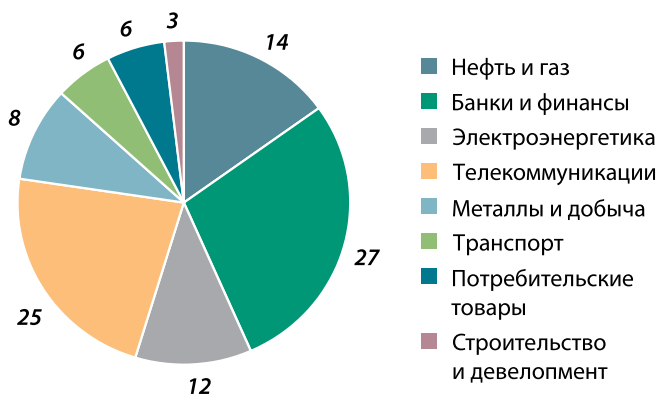
доходности в окне события. Для расчета нормальной доходности (подробное описание см.: [Ивашковская, Шамраева, Григориади, 2009]) в 120-дневном промежутке использована модель с рыночной доходностью:

$$R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

где R_{it} – доходность ценной бумаги i в период t , R_{mt} – доходность рыночного индекса в период t .

В качестве рыночного индекса использован индекс ММВБ. Это связано в первую очередь с тем, что обе компании – участницы каждой сделки в выборке были зарегистрированы и функционировали в России. Компании-покупатели являлись торгуемыми компаниями на российской бирже. Тип сделок в выборке – только поглощение, то есть компания-покупатель приобретает более 50 % + 1 акций компании-цели. Все сделки на момент сбора данных имели статус «объявленная» и «завершенная». Сведения о сделках собраны за период с 1 января 2010 г. по 1 января 2020 г. Размер каждой сделки превышает 100 млн долл.

Этим критериям удовлетворяли 659 сделок из базы данных ZEPHYR BvD. Отраслевая принадлежность поглощающих компаний представлена на рисунке. В выборке преобладают сделки, совершенные банками и прочими финансовыми организациями (26 %). Кроме того, высокая активность на рынке в исследуемый период была проявлена телекоммуникационными компаниями, и лишь на третьем месте оказались компании базового сектора – нефтегазового.



Отраслевая структура количества сделок, %
M&A transactions distributed by industries, %

На трехдневном окне события значения накопленной избыточной доходности оказались в среднем негативными (средняя CAR составила $-0,00264$ %). Хотя максимальные значения по выборке и оказывались положительными (6,57 %), среднее значение все-таки находится в негативной зоне. Результат не является неожиданным, поскольку компания-покупатель несет существенные затраты при проведении сделок (см., например: [Derrien et al., 2017; Nguyen, Phan, 2017; Rahman, Jebran, 2018]).

Регрессионная модель выглядит следующим образом:

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 X + \beta_2 BD_{size} + \beta_3 D_{ind} + \beta_4 D_{age} + \beta_5 D_{busy} + \beta_6 Ind + \varepsilon, \quad (2)$$

где CAR_i – переменная, значение которой равно накопленной избыточной доходности на окне события для i -й компании; BD_{size} – размер СД поглощающей компании, измеренный натуральным логарифмом числа членов совета директоров компании-покупателя; D_{ind} – доля независимых директоров в общей численности СД компании-покупателя; D_{age} – средний возраст членов СД компании-покупателя; D_{busy} – бинарная переменная, характеризующая сетевое взаимодействие в СД компании-покупателя, или «занятость совета директоров», равная 1, если доля «занятых» директоров в совете составляет более половины, 0 – в противном случае.

Кроме того, в модель включен набор контрольных переменных X , измеряющих финансовое состояние компании-покупателя (включая рентабельность активов (ROA), логарифмированный объем операционной прибыли на конец прошлого года относительно объявления о сделке ($\ln CFO$), плечо финансового рычага на год, предшествовавший сделке (Leverage)) (табл. 1), которые обычно рассматриваются как значимые детерминанты эффективности на уровне фирмы и обсуждаются в эмпирических исследованиях как источники неоднородности. Для борьбы с эндогенностью использовались показатели за предшествующие сделке периоды. В качестве контрольных переменных применялся традиционный для таких исследований набор фиктивных переменных, измеряющих фиксированные

Таблица 1 – Описательная статистика
Table 1 – Descriptive statistics

Переменная	Среднее значение	Минимальное значение	Максимальное значение
CAR [-1,+1], %	-0,00727	-8,68	5,89
BD_size	4,32	1,95	7,83
D_ind, %	30,99	0	77,77
D_age	51,85	37,82	63,18
D_busy, %	48,97	0	1
Leverage, %	26,83	0	60,23
ROA, %	7,53	0,54	35,78
LnCFO	16,41	7,6	20,73

эффекты на уровне отрасли (Ind). Все объясняющие переменные, кроме контрольных переменных финансового состояния компании-покупателя, рассчитаны на год совершения сделки M&A.

Стоит отметить, что в выборке встречаются примеры компаний с большим числом независимых директоров в СД (более 70 %), минимальным возрастом членов СД (37 лет) и преобладанием возрастных членов. В среднем в выборке оказалось 50 % компаний с занятым советом, а среднее число членов в СД – 4.

РЕЗУЛЬТАТЫ ОЦЕНИВАНИЯ И ИХ ИНТЕРПРЕТАЦИЯ

Данные, полученные в результате оценки параметров двух построенных регрессий, представлены в табл. 2. Регрессионная модель является значимой на уровне значимости 10 %. Кроме того, была проведена проверка на наличие мультиколлинеарности. Зависимость между факторами регрессионной модели не выявлена.

Таблица 2 – Оценка параметров регрессии для CAR [-1, +1]
Table 2 – Estimation of regression parameters for CAR [-1, +1]

Объясняющая переменная	CAR [-1; +1]
ROA	0,082** (0,036)
Leverage	0,056* (0,074)
LnCFO	0,004 (0,001)
BD_size	-0,023 (0,014)
D_ind	0,019 (0,0019)
D_age	-0,0000281 (0,0005)
D_busy	-0,021** (0,0456)
Ind	Control
Cons	0,007** (0,012)
F-statistics	2,38**
Adjusted R ²	0,28
Obs.	659

Примечание. * – значимость на уровне 10 %; ** – значимость на уровне 5 %; *** – значимость на уровне 1 %. В скобках приведены значения робастных стандартных ошибок.

Среди всех характеристик СД значимой оказалась только переменная занятости. Оказались значимыми коэффициенты при переменных «рентабельность активов» и «уровень долговой нагрузки поглощающей фирмы», в то время как незначима переменная «логарифмированный объем операционной прибыли на конец прошлого года относительно объявления о сделке». Компании с занятым советом директоров при прочих равных условиях демонстрируют более низкий CAR [-1, +1], чем иные компании. Доля независи-

мых директоров в поглощающей компании оказалась незначима, но это схоже с многими исследованиями по эффекту участия зависимых директоров в советах [Terjesen et al., 2016]. Значимость рентабельности активов может быть связана с тем, что сделка оценивается рынком в большей степени согласно показателям основной деятельности фирмы, влияющим на эффективность, а показатель долговой нагрузки является базовым при оценке результативности сделки M&A.

Как следствие, для накопления чрезмерной доходности на трехдневном окне события вместе с финансовыми показателями рентабельности активов и долговой нагрузки значимым оказался факт занятости директоров. Данная переменная введена в модель как бинарная, поэтому мы можем интерпретировать полученный результат следующим образом: существует разница между уровнем накопленной на трехдневном окне доходности для компаний с занятым и незанятым советом директоров. Показатели для компаний с незанятым советом директоров CAR [-1, +1] в среднем при прочих равных условиях на 2,1 % ниже, чем для компаний без совета директоров. Таким образом, подтвердилась гипотеза об отрицательной взаимосвязи между занятым советом директоров поглощающей компании и результативностью сделок M&A.

Три другие выдвинутые гипотезы о нелинейной взаимосвязи между размером Совета директоров поглощающей компании и результативностью сделок M&A мы не можем принять или отклонить, потому что результаты этих переменных не являются значимыми.

Какое практическое применение для практик корпоративного управления могут иметь полученные результаты? Отрицательное влияние занятого СД поглощающей компании на результативность сделок M&A свидетельствует о том, что директора, занимая должности в трех и более советах, расплывают свое внимание на множество задач в различных компаниях, вследствие чего не могут сфокусироваться на конкретной сделке M&A и дать ей корректную оценку.

Таким образом, время в занятом СД выступает как крайне ограниченный ресурс, который затрудняет качественное принятие решений его членами, в том числе и по сделкам слияния и поглощения. С учетом этого российским компаниям следует по возможности избегать формирования совета директоров с долей занятых руководителей более 50 %. При наличии в совете некоторого числа таких директоров, имеющих определенные ресурсы и связи, необходимо максимально эффективно организовать их работу для минимизации временных издержек. Следует учитывать, что у незанятых директоров недостаточно связей и ресурсов. В случае необходимости этот пробел необходимо восполнить, например рассмотреть организацию специальных тренингов по «нетворкингу» и возможность участия в различных конференциях и дискуссиях, связанных с интересами деятельности компании. Кроме

того, следует постоянно обмениваться накопленным опытом и знаниями с директорами из смежных областей или других отраслей бизнеса.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Исследование продолжает цикл работ, выполненных на российских данных и анализирующих эффекты от качества работы совета директоров, в том числе сетевого взаимодействия директоров в различных советах. На основании полученных результатов можно сделать несколько предположений относительно развития практики корпоративного управления в российских компаниях и совершенствования корпоративного законодательства.

Рост количества независимых руководителей в составе СД и сокращение числа его занятых членов можно рассматривать как альтернативу традиционным методам улучшения корпоративного управления компанией. Первоочередным фактором подобной стратегии является сигнал со стороны компании не только о качественном мониторинге, но и о повышении ком-

петенций совета, а также взвешенности в принятии стратегических решений. Снижение «занятости» членов совета директоров означает, что они смогут более эффективно принимать решения по сделкам слияния и поглощения. При этом необходимо отметить и возможную позитивность реакции рынка, выражающуюся в росте доходности акций компаний. Негативные последствия сетевого взаимодействия российских СД могут превалировать при активизации агрессивных стратегий на рынке корпоративного контроля, что наблюдается в периоды кризисов. В настоящее время с целью регулирования корпоративных отношений следует не поощрять практику занятых директоров.

В то же время отсутствие статистически значимых результатов в отношении среднего возраста членов советов директоров торгуемых компаний еще не означает, что фондовый рынок не сформировал спрос на опыт и избегание риска как базовое поведение директоров. Во многом полученные результаты обоснованы выборкой и, кроме того, могут быть скорректированы для периода неэкономического кризиса. ■

Источники

- Березинец И.В., Булатова Л.А., Ильина Ю.Б., Смирнов М.В. (2015). Реакция российского фондового рынка на объявления о выплате дивидендов: эмпирическое исследование // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия «Менеджмент». № 1. С. 44–90.
- Березинец И.В., Ильина Ю.Б., Черкасская А.В. (2013). Структура Совета директоров и финансовая результативность российских открытых акционерных обществ // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия «Менеджмент». № 2. С. 23–30.
- Березинец И.В., Ильина Ю.Б., Смирнов М.В. (2016). Советы директоров в российских АО с государственным участием // Экономическая наука современной России. № 2 (73). С. 90–106.
- Бухвалов А.В. (2012). Корпоративное управление: вводный курс. Санкт-Петербург: Санкт-Петербургский государственный университет, Высшая школа менеджмента.
- Варнавская Н.А. (2002). Как не подавиться при поглощении // Коммерсантъ Секрет Фирмы. № 4. <https://www.kommersant.ru/doc/1284536>.
- Гохан П. (2015). Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса. Москва: Коммерсант.
- Григорьева С.А. (2014). Влияние сделок слияний и поглощений в финансовом секторе на стоимость компаний-покупателей на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. № 4. С. 63–81.
- Дуляк Ю. (2015). Эмпирический анализ влияния советов директоров на финансовые результаты деятельности российских компаний // Экономическая политика. Т. 10, № 1. С. 126–148.
- Завертяева М.А., Попова П.А. (2021). Взаимосвязанные советы директоров и деятельность российских компаний: результаты сетевого анализа // Российский журнал менеджмента. Т. 19, № 3. С. 288–314. <https://doi.org/10.21638/spbu18.2021.302>.
- Загребельная Н.С. (2015). Мировой и российский рынки слияний и поглощений // Вестник МГИМО-Университета. № 2 (41). С. 163–170. <https://doi.org/10.24833/2071-8160-2015-2-41-163-170>.
- Ивашковская И.В., Шамраева С.А., Григориади Е.Е. (2009). Эмпирический анализ эффективности корпоративной диверсификации на растущих рынках капитала на примере группы БРИК // Экономический журнал Высшей школы экономики. № 13 (3). С. 360–382.
- Игнатишин Ю.В. (2005). Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы. Санкт-Петербург: Питер.
- Климарев Н.В., Студников С.С. (2011). Методологические проблемы применения метода событийного анализа в финансовых исследованиях // Вестник Московского университета. Серия 6, Экономика. № 6. С. 58–67.
- Adams R.B. (2017). Boards, and the directors who sit on them. *The Economics of Corporate Governance*, vol. 6, no. 5, pp. 291–382
- Baysinger V., Hoskisson R.E. (1985). The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. *Academy of Management review*, vol. 15, no. 1, pp. 72–87. <https://doi.org/10.2307/258106>

- Ben-Amar W. (2011). CEO attributes, board composition, and acquirer value creation. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, vol. 28, no. 4, pp. 480–492. <https://doi.org/10.1002/cjas.223>
- Benson B., Davidson W., Davidson T., Wang H. (2015). Do busy directors and CEOs shirk their responsibilities? Evidence from mergers and acquisitions. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 55, pp. 1–19. DOI: 10.1016/j.qref.2014.08.004
- Byrd J., Hickman K. (1992). Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, vol. 32, no. 2, pp. 195–221.
- Caiazza R., Simoni M. (2019). Directorates ties: A bibliometric analysis. *Management Decision*, vol. 57, no. 10, pp. 2837–2851. DOI: 10.1108/MD-01-2018-0085
- Choi J., Park S., Yoo S. (2007). The value of outside directors: Evidence from corporate governance reform in Korea. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 42, no. 4, pp. 941–962. <https://doi.org/10.1017/S0022109000003458>
- Coles J. (2008). Boards: Does one size fit all. *Journal of Financial Economics*, vol. 87, no. 2, pp. 329–356. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.008>
- Dahya J., McConnell J. (2005). Outside directors and corporate board decisions. *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, no. 1-2, pp. 37–60. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2003.10.001>
- Dalton D.R., Daily C.M., Johnson J.L., Ellstrand A.E. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, vol. 42, no. 6, pp. 674–686. <https://doi.org/10.2307/256988>
- De Andres P., Azofra V., Lopez F. (2005). Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance*, vol. 13, no. 2, pp. 197–210. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00418.x>
- Defrancq C., Huyghebaert N., Luypaert M. (2016). Influence of family ownership on the industry-diversifying nature of a firm's M&A strategy: Empirical evidence from continental Europe. *Journal of Family Business Strategy*, vol. 7, no. 4, pp. 210–226. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2016.11.002>
- Derrien F., Fresard L., Slabik V., Valta P. (2017). The negative effects of mergers and acquisitions on the value of rivals. *European Management Journal*, vol. 31, no. 4, pp. 323–332.
- Duchin R., Matsusaka J., Ozbas O. (2010). When are outside directors effective? *Journal of Financial Economics*, vol. 96, no. 2, pp. 195–214. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.12.004>
- Falato A., Kadyrzhanova D., Lel U. (2014). Distracted directors: Does board busyness hurt shareholder value? *Journal of Financial Economics*, vol. 113, no. 2, pp. 404–426. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.05.005>
- Fama E., Jensen M. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, vol. 26, no. 2, pp. 301–325.
- Ferreira D. (2011). Board structure and price informativeness. *Journal of Financial Economics*, vol. 99, no. 3, pp. 523–545. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.007>
- Ferris S., Jayaraman N. (2018). Better directors or distracted directors? An international analysis of busy boards. *Global Finance Journal*, vol. 44, 100437. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.05.006>
- Garanina T., Muravyev A. (2021). The gender composition of corporate boards and firm performance: Evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, vol. 1, no. 48, 100772. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100772>
- Harris I.C., Shimizu K. (2004). Too busy to serve? An examination of the influence of overboarded directors. *Journal of Management Studies*, vol. 41, no. 5, pp. 775–798.
- Hauschild P. (1993). Interorganizational imitation: The impact of interlocks on corporate acquisition activity. *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, no. 4, pp. 564–592. <https://doi.org/10.2307/2393337>
- Hayward M., Hambrick D. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly*, vol. 42, no. 1, pp. 103–127. <https://doi.org/10.2307/2393810>
- Jensen M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, vol. 48, no. 3, pp. 831–880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Johnson J.L., Daily C.M., Ellstrand A.E. (1996). Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of Management*, vol. 22, pp. 409–438. <https://doi.org/10.1177/014920639602200303>
- Kerl A., Schürg C., Walter A. (2014). The impact of Financial Times Deutschland news on stock prices: Post-announcement drifts and inattention of investors. *Financial Markets and Portfolio Management*, vol. 28, no. 4, pp. 409–436. <https://doi.org/10.1007/s11408-014-0238-9>
- Kolasinski A., Li M. (2013). Can strong boards and trading their own firm's stock help CEOs make better decisions? Evidence from acquisitions by overconfident CEOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 48, no. 4, pp. 1173–1206.
- Lipton M., Lorsch J. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, vol. 48, no. 1, pp. 59–77.
- Ma J., Pagan J., Chu Y. (2009). Abnormal returns to mergers and acquisitions in ten Asian stock markets. *International Journal of Business*, vol. 14, no. 3, pp. 235–250.
- Mahadeo J., Soobaroyen T., Hanuman V. (2012). Board composition and financial performance: Uncovering the effects of diversity in an emerging economy. *Journal of Business Ethics*, vol. 105, no. 3, pp. 375–388.
- Masulis R. (2011). Are all inside directors the same? Evidence from the external directorship market. *The Journal of Finance*, vol. 66, no. 3, pp. 823–872.
- Mishra R., Kapil S. (2018). Effect of board characteristics on firm value: Evidence from India. *South Asian Journal of Business Studies*, vol. 7, no. 1, pp. 41–72. <https://doi.org/10.1108/SAJBS-08-2016-0073>
- Mukherjee T., Kiyamaz H., Kent H. (2006). Merger motives and target valuation: A survey of evidence from CFOs. *Journal of Applied Finance*, vol. 4, no. 3, pp. 124–156.

- Muravyev A., Berezinets I., Ilina Y. (2014). The structure of corporate boards and private benefits of control: Evidence from the Russian stock exchange. *International Review of Financial Analysis*, vol. 34, pp. 247–261. DOI: 10.1016/j.irfa.2014.03.008
- Muth M., Donaldson L. (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 6, issue 1, pp. 5–28. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00076>
- Nguyen N., Phan H. (2017). Policy uncertainty and mergers and acquisitions. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 52, no. 2, pp. 613–644.
- Raheja C.G. (2005). Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 40, no. 2, pp. 283–306. <https://doi.org/10.1017/S002210900002313>
- Rahman Z., Jebran K. (2018). The effects of mergers and acquisitions on stock price behavior in banking sector of Pakistan. *The Journal of Finance and Data Science*, vol. 4, no. 1, pp. 44–54. <https://doi.org/10.1016/j.jfds.2017.11.005>
- Rani N., Yadav S., Jain P.K. (2011). Impact of mergers and acquisitions on shareholders' wealth in short-run: An empirical study of Indian pharmaceutical industry. *International Journal of Global Business and Competitiveness*, vol. 6, no. 1, pp. 40–52.
- Renneboog L., Zhao Y. (2014). Director networks and takeovers. *Journal of Corporate Finance*, vol. 28, pp. 218–234. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.012>
- Shen F., Hongmei Zhao Q.H. (2007). An empirical analysis on the independent director system and operation performance: An example of Hebei listed companies. *Special Zone Economy*, vol. 1, no. 5, pp. 59–60.
- Terjesen S., Couto E.B., Francisco P.M. (2016). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. *Journal of Management & Governance*, no. 20, pp. 447–483.
- Thenmozhi M., Sasidharan A. (2020). Does board independence enhance firm value of state owned enterprises? Evidence from India and China. *European Business Review*, vol. 32, no. 5, pp. 785–800. <https://doi.org/10.1108/EBR-09-2019-0224>
- Wiersema M., Bantel K. (1992). Top management team demography and corporate strategic change. *The Academy of Management Journal*, vol. 35, no. 1, pp. 91–121. <https://doi.org/10.2307/256474>

References

- Berezinets I.V., Bulatova L.A., Ilina Yu.B., Smirnov M.V. (2015). Russian stock market reaction to dividend announcements: Empirical study. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Seriya «Menedzhment» / Vestnik of Saint Petersburg University. Management*, no. 1, pp. 44–90. (in Russ.)
- Berezinets I.V., Ilina Yu.B., Cherkasskaya A.V. (2013). Structure of the board of directors and financial performance of Russian open joint stock companies. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Seriya «Menedzhment» / Vestnik of Saint Petersburg University. Management*, no. 2, pp. 23–30. (in Russ.)
- Berezinets I.V., Ilina Yu.B., Smirnov M.V. (2016). Boards of directors in Russian JSCs with state participation. *Ekonomicheskaya nauka sovremennoy Rossii / Economics of Contemporary Russia*, no. 2(73), pp. 90–106. (in Russ.)
- Bukhvalov A.V. (2012). *Corporate governance: An introductory course*. Saint Petersburg: Saint Petersburg State University, Higher School of Management. (in Russ.)
- Varnavskaya N.A. (2002). How to absorb M&A. *Kommersant. Sekret Firmy*, issue 4. <https://www.kommersant.ru/doc/1284536>. (in Russ.)
- Gokhan P. (2015). *Mergers, acquisitions and business restructuring*. Moscow: Kommersant. (in Russ.)
- Grigorieva S.A. (2014). The impact of mergers and acquisitions in the financial sector on the value of acquiring companies in emerging capital markets. *Korporativnye finansy / Journal of Corporate Finance Research*, no. 4, pp. 63–81. (in Russ.)
- Dulyak Yu. (2015). Empirical analysis of the boards of directors' impact on the corporate performance of Russian companies. *Ekonomicheskaya politika / Economic Policy*, vol. 10, no. 1, pp. 126–148. (in Russ.)
- Zavertyaeva M.A., Popova P.A. (2021). Board networks and Russian companies performance: The results of the social network analysis. *Rossiyskiy zhurnal menedzhmenta / Russian Management Journal*, vol. 19, no. 3, pp. 288–314. <https://doi.org/10.21638/spbu18.2021.302>. (in Russ.)
- Zagrebelnaya N.S. (2015). World and Russian market of mergers and acquisitions. *Vestnik MGIMO-Universiteta / MGIMO Review of International Relations*, no. 2(41), pp. 163–170. <https://doi.org/10.24833/2071-8160-2015-2-41-163-170>. (in Russ.)
- Ivashkovskaya I.V., Shamraeva S.A., Grigoriadi E.E. (2009). An empirical analysis of the effectiveness of corporate diversification in growing capital markets on the example of the BRIC group. *Ekonomicheskii zhurnal Vyshey shkoly ekonomiki / The HSE Economic Journal*, no. 13(3), pp. 360–382. (in Russ.)
- Ignatishin Yu.V. (2005). *Mergers and acquisitions: Strategy, tactics, finance*. Saint Petersburg: Piter. (in Russ.)
- Klimarev N.V., Studnikov S.S. (2011). Methodological problems of applying the method of event analysis in financial research. *Vestnik Moskovskogo universiteta. Seriya 6, Ekonomika / Moscow University Economic Bulletin*, no. 6, pp. 58–67. (in Russ.)
- Adams R.B. (2017). Boards, and the directors who sit on them. *The Economics of Corporate Governance*, vol. 6, no. 5, pp. 291–382
- Baysinger B., Hoskisson R.E. (1985). The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. *Academy of Management review*, vol. 15, no. 1, pp. 72–87. <https://doi.org/10.2307/258106>
- Ben-Amar W. (2011). CEO attributes, board composition, and acquirer value creation. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, vol. 28, no. 4, pp. 480–492. <https://doi.org/10.1002/cjas.223>
- Benson B., Davidson W., Davidson T., Wang H. (2015). Do busy directors and CEOs shirk their responsibilities? Evidence from mergers and acquisitions. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 55, pp. 1–19. DOI: 10.1016/j.qref.2014.08.004
- Byrd J., Hickman K. (1992). Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, vol. 32, no. 2, pp. 195–221.

- Caiazza R., Simoni M. (2019). Directorate ties: A bibliometric analysis. *Management Decision*, vol. 57, no. 10, pp. 2837–2851. DOI: 10.1108/MD-01-2018-0085
- Choi J., Park S., Yoo S. (2007). The value of outside directors: Evidence from corporate governance reform in Korea. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 42, no. 4, pp. 941–962. <https://doi.org/10.1017/S0022109000003458>
- Coles J. (2008). Boards: Does one size fit all. *Journal of Financial Economics*, vol. 87, no. 2, pp. 329–356. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.008>
- Dahya J., McConnell J. (2005). Outside directors and corporate board decisions. *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, no. 1-2, pp. 37–60. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2003.10.001>
- Dalton D.R., Daily C.M., Johnson J.L., Ellstrand A.E. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, vol. 42, no. 6, pp. 674–686. <https://doi.org/10.2307/256988>
- De Andres P., Azofra V., Lopez F. (2005). Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance*, vol. 13, no. 2, pp. 197–210. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00418.x>
- Defrancq C., Huyghebaert N., Luypaert M. (2016). Influence of family ownership on the industry-diversifying nature of a firm's M&A strategy: Empirical evidence from continental Europe. *Journal of Family Business Strategy*, vol. 7, no. 4, pp. 210–226. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2016.11.002>
- Derrien F., Fesard L., Slabik V., Valta P. (2017). The negative effects of mergers and acquisitions on the value of rivals. *European Management Journal*, vol. 31, no. 4, pp. 323–332.
- Duchin R., Matsusaka J., Ozbas O. (2010). When are outside directors effective? *Journal of Financial Economics*, vol. 96, no. 2, pp. 195–214. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.12.004>
- Falato A., Kadyrzhanova D., Lel U. (2014). Distracted directors: Does board busyness hurt shareholder value? *Journal of Financial Economics*, vol. 113, no. 2, pp. 404–426. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.05.005>
- Fama E., Jensen M. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, vol. 26, no. 2, pp. 301–325.
- Ferreira D. (2011). Board structure and price informativeness. *Journal of Financial Economics*, vol. 99, no. 3, pp. 523–545. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.007>
- Ferris S., Jayaraman N. (2018). Better directors or distracted directors? An international analysis of busy boards. *Global Finance Journal*, vol. 44, 100437. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.05.006>
- Garanina T., Muravyev A. (2021). The gender composition of corporate boards and firm performance: Evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, vol. 1, no. 48, 100772. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100772>
- Harris I.C., Shimizu K. (2004). Too busy to serve? An examination of the influence of overboarded directors. *Journal of Management Studies*, vol. 41, no. 5, pp. 775–798.
- Haunschild P. (1993). Interorganizational imitation: The impact of interlocks on corporate acquisition activity. *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, no. 4, pp. 564–592. <https://doi.org/10.2307/2393337>
- Hayward M., Hambrick D. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly*, vol. 42, no. 1, pp. 103–127. <https://doi.org/10.2307/2393810>
- Jensen M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, vol. 48, no. 3, pp. 831–880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Johnson J.L., Daily C.M., Ellstrand A.E. (1996). Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of Management*, vol. 22, pp. 409–438. <https://doi.org/10.1177/014920639602200303>
- Kerl A., Schürg C., Walter A. (2014). The impact of Financial Times Deutschland news on stock prices: Post-announcement drifts and inattention of investors. *Financial Markets and Portfolio Management*, vol. 28, no. 4, pp. 409–436. <https://doi.org/10.1007/s11408-014-0238-9>
- Kolasinski A., Li M. (2013). Can strong boards and trading their own firm's stock help CEOs make better decisions? Evidence from acquisitions by overconfident CEOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 48, no. 4, pp. 1173–1206.
- Lipton M., Lorsch J. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, vol. 48, no. 1, pp. 59–77.
- Ma J., Pagan J., Chu Y. (2009). Abnormal returns to mergers and acquisitions in ten Asian stock markets. *International Journal of Business*, vol. 14, no. 3, pp. 235–250.
- Mahadeo J., Soobaroyen T., Hanuman V. (2012). Board composition and financial performance: Uncovering the effects of diversity in an emerging economy. *Journal of Business Ethics*, vol. 105, no. 3, pp. 375–388.
- Masulis R. (2011). Are all inside directors the same? Evidence from the external directorship market. *The Journal of Finance*, vol. 66, no. 3, pp. 823–872.
- Mishra R., Kapil S. (2018). Effect of board characteristics on firm value: Evidence from India. *South Asian Journal of Business Studies*, vol. 7, no. 1, pp. 41–72. <https://doi.org/10.1108/SAJBS-08-2016-0073>
- Mukherjee T., Kiyamaz H., Kent H. (2006). Merger motives and target valuation: A survey of evidence from CFOs. *Journal of Applied Finance*, vol. 4, no. 3, pp. 124–156.
- Muravyev A., Berezinets I., Ilina Y. (2014). The structure of corporate boards and private benefits of control: Evidence from the Russian stock exchange. *International Review of Financial Analysis*, vol. 34, pp. 247–261. DOI: 10.1016/j.irfa.2014.03.008
- Muth M., Donaldson L. (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 6, issue 1, pp. 5–28. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00076>
- Nguyen N., Phan H. (2017). Policy uncertainty and mergers and acquisitions. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 52, no. 2, pp. 613–644.

- Raheja C.G. (2005). Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 40, no. 2, pp. 283–306. <https://doi.org/10.1017/S0022109000002313>
- Rahman Z., Jebran K. (2018). The effects of mergers and acquisitions on stock price behavior in banking sector of Pakistan. *The Journal of Finance and Data Science*, vol. 4, no. 1, pp. 44–54. <https://doi.org/10.1016/j.jfds.2017.11.005>
- Rani N., Yadav S., Jain P.K. (2011). Impact of mergers and acquisitions on shareholders' wealth in short-run: An empirical study of Indian pharmaceutical industry. *International Journal of Global Business and Competitiveness*, vol. 6, no. 1, pp. 40–52.
- Renneboog L., Zhao Y. (2014). Director networks and takeovers. *Journal of Corporate Finance*, vol. 28, pp. 218–234. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.012>
- Shen F., Hongmei Zhao Q.H. (2007). An empirical analysis on the independent director system and operation performance: An example of Hebei listed companies. *Special Zone Economy*, vol. 1, no. 5, pp. 59–60.
- Terjesen S., Couto E.B., Francisco P.M. (2016). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. *Journal of Management & Governance*, no. 20, pp. 447–483.
- Thenmozhi M., Sasidharan A. (2020). Does board independence enhance firm value of state owned enterprises? Evidence from India and China. *European Business Review*, vol. 32, no. 5, pp. 785–800. <https://doi.org/10.1108/EBR-09-2019-0224>
- Wiersema M., Bantel K. (1992). Top management team demography and corporate strategic change. *The Academy of Management Journal*, vol. 35, no. 1, pp. 91–121. <https://doi.org/10.2307/256474>

Информация об авторах**Information about the authors****Цаплин Владислав Олегович**

Аспирант кафедры международной экономики и менеджмента. Уральский федеральный университет им. первого Президента России Б.Н. Ельцина, г. Екатеринбург, РФ. E-mail: tsaplin.vladislav@gmail.com

Ружанская Людмила Станиславовна

Доктор экономических наук, заведующий кафедрой международной экономики и менеджмента. Уральский федеральный университет им. первого Президента России Б.Н. Ельцина, г. Екатеринбург, РФ. E-mail: l.s.ruzhanskaya@urfu.ru

Vladislav O. Tsaplin

Postgraduate of International Economics and Management Dept. Ural Federal University named after the first President of Russia B.N. Yeltsin, Ekaterinburg, Russia. E-mail: tsaplin.vladislav@gmail.com

Lyudmila S. Ruzhanskaya

Dr. Sc. (Econ.), Head of International Economics and Management Dept. Ural Federal University named after the first President of Russia B.N. Yeltsin, Ekaterinburg, Russia. E-mail: l.s.ruzhanskaya@urfu.ru