

# ТЕКУЧЕСТЬ КАДРОВ: ОБЗОР ПРОБЛЕМЫ.

## Ч. 1. Модели текучести высшего руководства

А.Р. Кадырова

Дан обзор литературы, посвященной проблеме текучести кадров среди высшего руководства компаний. Представлены различные экономико-математические модели текучести высшего руководства, учитывающие факторы, влияющие на текучесть, и анализирующие последствия текучести. Выделены особенности текучести кадров в зависимости от страны, индустрии, типа компании.

**Ключевые слова:** текучесть кадров, текучесть высшего руководства, модель.

### ВВЕДЕНИЕ

Непостоянство состава рабочего персонала, частая смена сотрудников наблюдаются со времен основания первых предприятий с наемным трудом. По мере роста и, главное, усложнения производства, все более важной становилась проблема увольнения сотрудников, чреватого не только негативными последствиями в виде затрат на поиск и обучение новых сотрудников, но и потерями в эффективности работы компании из-за возможных потерь ключевых кадров, обеспечивающих ее конкурентные преимущества.

Под текучестью кадров принято понимать движение рабочего персонала в связи с вынужденным увольнением или уходом по собственному желанию. Количество уходов или увольнений отслеживается, как правило, для сотрудников определенной специальности в течение определенного периода времени и нормируется на общую численность персонала компании или отдела, поэтому и представляется в долевом соотношении. Текучесть возникает на разных организационных уровнях компании, и соответственно на каждом уровне у этого понятия свои особенности. Обычно выделяют два типа уходов сотрудников из компаний: уходы по собственному желанию и увольнения, причем оба свойственны всем уровням иерархической структуры компании — от обычных рабочих конвейерной линии до высшего руководства, генеральных директоров и топ-менеджеров. Кроме отличительных особенностей текучести на каждом уров-

не компании (текучесть кадров для генеральных директоров и для шахтеров описывается разными моделями), существуют особенности текучести сотрудников определенных специальностей (например, отдела продаж или информационной сферы), а также стран (текучесть в США и Китае отличается ввиду культурных различий). Поэтому при разработке стратегии управления персоналом в компании нужно учитывать множество аспектов — особенности деятельности, страны, а также самих сотрудников (менталитет, предпочтения, особенности специальности) и др.

Первые работы в данной области датируются началом XX в. [1], а в настоящее время существует огромное число работ, освещающих аспекты текучести кадров на предприятиях различных отраслей. Актуальность исследования проблемы обусловлена высокой стоимостью текучести кадров в финансовом и интеллектуальном плане, и, следовательно, необходимостью ее изучения, оценки и предотвращения.

Уход любого рода сотрудников негативно отражается на коллективе, снижая производительность труда, требуя реорганизации персонала и дополнительных затрат на его найм и обучение. Однако в случае ухода руководителя компании последствия гораздо значительнее. Смена руководителя оказывает влияние практически на все структурные единицы компании и на каждый организационный уровень и, кроме того, может вызвать уход большого числа рядовых сотрудников. Репутация, имидж, а также успех фирмы в большинстве слу-



чаев зависят от ее лидеров, поэтому для совета директоров очень важно не только выбирать подходящих фирме по стилю управления, опыту и знаниям руководителей, но и уметь предвидеть их возможные увольнения во избежание больших финансовых и кадровых потерь.

Все работы, исследующие текучесть сотрудников, можно разделить на две группы: первая включает в себя работы, посвященные высшему руководству компаний (генеральные директора, топ-менеджеры), вторая — работы, посвященные сотрудникам всех остальных организационных уровней. Первая часть настоящей статьи представляет собой обзор исследований в той части задач управления персоналом, которая касается текучести высшего руководства компаний.

## 1. ИЗУЧЕНИЕ ТЕКУЧЕСТИ ВЫСШЕГО РУКОВОДСТВА

Первые попытки описать текучесть высшего руководства были предприняты еще в 1920-х гг. [2], но они носили характер так называемых кейсов (case-studies) — разбирались случаи конкретных компаний без попытки их обобщения и количественного описания. Исследованиям явно недоставало систематичности, наблюдалась неопределенность основных направлений, отсутствовали какие-либо модели. Одним из ученых, сыгравшим значительную роль в зарождении исследований текучести высшего руководства, был Оскар Граски. В ряде работ в 1960-х гг. (к примеру, [3, 4]) он рассмотрел текучесть кадров и определил, что может на нее влиять. Так, в работе [4] он выявил отрицательную взаимосвязь между частотой смены руководителя спортивной команды и эффективностью ее игры, а также отрицательную связь между изменениями данных величин на примере 16-ти бейсбольных команд США.

Другим исследователем, чей вклад в зарождение этой области исследований нельзя не отметить, был Ричард Карлсон, который исследовал влияние на эффективность работы организации такого обстоятельства, как является ли преемник уволившегося первого лица инсайдером, т. е. сотрудником фирмы, или аутсайдером, т. е. нанятым извне [5]. Исследуя 200 школ США, он заключил, что директора-инсайдеры склонны поддерживать систему функционирования организации в текущем состоянии, подстраиваясь под ее работу. Однако директора-аутсайдеры, в отличие от директоров-инсайдеров, меняют систему в соответствии со своими целями и задачами, нежели меняются сами. При этом инсайдеры, как правило, получают заработную плату ниже, чем аутсайдеры. Таким образом, Граски и Карлсон построили первые

простейшие модели текучести кадров, определили направления ее исследования — анализ влияния на эффективность работы «происхождения» последователя, протестировали гипотезы с помощью статистических методов.

Уже на ранних стадиях исследования изменений эффективности работы компаний вследствие смены их руководителей разные ученые получали противоположные результаты. После выхода работы Граски [4] В. Гамсон и Н. Скотч представили другую точку зрения [6] на проблему смены руководителя и ее влияния на эффективность игры. Авторы выразили сомнение в верности выводов Граски [4], а также привели свое мнение об относительно малом влиянии руководителя на успешность команды. В случае плохих результатов игры руководитель становится «козлом отпущения», что дает надежду на изменение ситуации при его уходе. Проанализировав 22 бейсбольные команды, авторы заключили, что более чем в половине случаев эффективность игры команды увеличивалась после смены руководителя, что противоречит выводам работы [4].

После первого этапа становления области знаний и определения основных направлений изучения текучести кадров, число исследований увеличивалось с каждым новым десятилетием в разы [7]. Аналогично росло число учитываемых при анализе параметров и характеристик: кроме «происхождения» последователя исследователи стали анализировать прямые и косвенные причины ухода, включая личностные характеристики руководителя [8, 9]. Кроме того, появились другие экономико-математические модели, учитывающие влияние факта смены руководителя на состояние фирмы или реакцию рынка [10].

Противоречивость результатов — одна из основных проблем развития области исследования текучести кадров, которая с течением времени только усугублялась. Чем больше аспектов проблемы изучалось, тем больше было самих исследований на разных выборках, в разных странах и, следовательно, больше противоречивых результатов. Причина возникновения разногласий заключается в неоднозначности влияния текучести кадров на эффективность функционирования компании: влияет не только специфика анализируемых объектов, но и множество других факторов, например, страна исследования.

Интернационализация компаний, глобализация мира и, следовательно, интернационализация менеджмента привели к возросшей проблеме применимости выводов и методик, разработанных для США, в других странах вследствие социально-экономических и культурных страновых различий.

Возникает вопрос: всегда ли можно переносить опыт одних стран на другие?

Отмечено, что многие разработанные в Америке теории являются чрезмерно индивидуалистическими, допуская, что человек волен как выбирать работу, таки уходить с нее [11]. Такие теории не могут быть применимы, как, например, в Китае, где система зачастую иная: люди не выбирают работу, их назначают на нее.

В работе [11] была поставлена цель проверить применимость американской практики в России — авторы выбрали три известные методики по управлению персоналом, а затем проверили их действие на текстильном предприятии г. Твери. В основу первой из них положен метод вознаграждений (наиболее продуктивных работников), второй — метод поведенческого управления (социальное поощрение для наиболее продуктивных, аналогично стахановскому движению) и, наконец, третий — а также метод участия (прямая встреча работников с высшим начальством, минуя средний уровень — менеджеров, начальников отдела). В результате только первые две из них дали положительный результат (увеличение производительности), тогда как третья — отрицательный. Из данного иллюстративного примера следует вывод о необходимости учитывать региональные и культурные особенности сотрудников, а также расширять географию исследований.

## 2. ИЗУЧЕНИЕ ТЕКУЧЕСТИ ТОП-МЕНЕДЖМЕНТА

### 2.1. Специфика текучести топ-менеджмента и основные типы моделей

Перечислим причины, по которым мы отделяем руководителей компании от других сотрудников.

- Масштаб последствий и значимости ухода в случае генерального директора намного значительнее ввиду занимаемой должности, поэтому требует дополнительного исследования. Смена руководителя компании может привести компанию к краху и огромным финансовым потерям; или же, наоборот, к успеху и увеличению прибыли.
- К исследованию текучести высшего руководства и остальных сотрудников применяются различные методы. При анализе работников среднего и низшего звена в первую очередь исследуется связь с такими показателями, как удовлетворенность работой, условия труда (в том числе его безопасность), взаимоотношения с коллегами, уровень материального обеспечения — т. е. исследуются первичные потребности человека в материальном обеспечении, безопасности и со-

циализации. Однако в случае CEO<sup>1</sup> и топ-менеджеров эти первичные потребности считаются реализованными, поэтому в анализ включаются лишь некоторые параметры из перечисленных с добавлением финансовых показателей компании и личностных характеристик руководителя.

- В случае первого эшелона анализируются иные внутренние параметры (возраст, опыт работы в сфере, образование, является ли инсайдером или аутсайдером), но упор также делается на финансовые аспекты (реакция фондового рынка, реакция инвесторов, прибыль компании в окрестности смены CEO). Кроме того, применяются разные методы сбора информации — в случае рядовых сотрудников это чаще всего опросы, а в случае высшего руководства — финансовая отчетность компании или финансовые журналы, такие как «The Wall Street Journal» или «Forbes».

Текучесть кадров среди высшего руководства исследуется отдельно и достаточно давно. Все работы в данной области можно разделить на *три группы* по предполагаемому влиянию текучести на компанию: положительное, нейтральное и отрицательное; а также на две группы по типу модели — рассматривающей причины или последствия текучести сотрудников высшего руководства. Наиболее частый метод исследования причин текучести кадров состоит в построении регрессионной модели, общий вид которой может быть представлен в виде [7]:

$$\text{turnover} = f(\text{performance}, \text{type}_{\text{firm}}, \text{controls}), \quad (1)$$

где *turnover* — вероятность текучести, *performance* — финансовые показатели фирмы, *type<sub>firm</sub>* — тип фирмы, *controls* — контролируемые переменные.

При изучении другого типа моделей — рассматривающих последствия текучести — также используется регрессионная модель, которая, однако, может и не содержать параметр текучести. В таких случаях исследователи анализируют данные об изменении ряда финансовых показателей во временной окрестности ухода руководителя: до ухода, во время и после, пытаясь определить, какие из них были статистически значимыми, и выявить зависимости. В моделях, рассматривающих последствия ухода руководителя, исследователи анализи-

<sup>1</sup> CEO (англ. *Chief Executive Officer* — главный исполнительный директор) — высшее должностное лицо компании (генеральный директор, председатель правления, президент, руководитель). Определяет общую стратегию предприятия, принимает решения на высшем уровне, выполняет представительские обязанности. (Примечание ред.)



руют изменение параметров, чтобы подтвердить или опровергнуть статистически значимое влияние смены руководителя на характер изменения финансовых показателей, на значительный (или незначительный) отклик рынка и изменение отношения основных инвесторов или акционеров.

Рассмотрим *первую группу* работ о положительном влиянии текучести высшего руководства. Стоит уточнить — текучесть не рассматривается как сугубо положительное и желаемое для компании явление, приносящее только пользу. Авторы критикуют односторонний негативный взгляд на проблему ухода персонала, в том числе и высшего руководства. Среди работ, иллюстрирующих положительные стороны ухода членов высшего руководства компаний, представлены в основном статьи, в которых приводятся только общие рассуждения по проблеме, а аргументы авторов подкреплены исследованиями в психологии, социологии и менеджменте.

Так, например, в статье [12] текучесть рассматривается как адаптация фирмы к меняющимся условиям экономической среды, обеспечивающая «отсевание» менее талантливых руководителей, неспособных привести компанию к успеху. В статье [13] рассмотрены не причины, а последствия ухода — авторы отмечают, что уход определенных сотрудников «оздоравливает» атмосферу фирмы, позволяя компании добиться успеха и оставляя лишь самых сильных лидеров. Отметим, что данное замечание применимо к сотрудникам не только высшего, но и среднего и низшего звена.

Заключения о положительной стороне ухода директоров верны, если при уходе лидера компания может быстро и без значительных затрат найти замену предыдущему лидеру, и в ситуации, если уволившийся член высшего руководства не был «ключевым» сотрудником компании, т. е. сотрудникам, дающим трудно достижимые конкурентные преимущества. Кроме того, смена руководителя может отразиться на коллективе компании (к примеру, в психологическом аспекте), что может повлечь намерения ухода других сотрудников. Были исследованы 57 сотрудников пожарной безопасности одного из штатов США [13]. Авторы зафиксировали положительную корреляцию между хорошими отношениями начальника с подчиненными и их удовлетворенностью работой. Следовательно, уход начальника в данной ситуации повлияет на удовлетворенность, что, в свою очередь, скажется и на текучести.

Перейдем к рассмотрению *второй группы* работ о нейтральном влиянии текучести, или, другими словами, об отсутствии какой-либо взаимосвязи изменения финансовых показателей, реакции рынка, реакции инвесторов и смены высшего

руководства. В статье [14] упоминается о двусмысленности понятия «оценка результатов работы директора компании». Авторы рассматривают проблему правильной оценки управления компанией и проблему идентификации эффекта смены CEO, а также называют три причины, по которым можно утверждать, что влияние смены CEO сложно оценить: прежде всего, новый директор тщательно отбирается, причем совет директоров склонен выбирать из некоторого множества сходных по некоторым параметрам (образование, опыт работы в индустрии) кандидатов. Далее, от нового CEO ожидают определенного поведения в некоторых принятых рамках, новый директор не может радикально изменить принцип работы уже существующей компании, поэтому довольно проблематично говорить об изменениях в течение малого периода времени, например, месяца (а в некоторых исследованиях рассматривается именно двухнедельный или месячный интервал для оценки изменений). Отмечается, что успех или неудача лидера компании — результат работы не только его самого, но и действия обстоятельств [14]. Финансовое положение компании формировалось годами, поэтому одна смена CEO не может полностью изменить ситуацию фирмы в краткосрочной перспективе. К тому же отмечено [12], что на результаты работы CEO велико влияние топ-менеджеров и других членов высшего руководства, что накладывает свой отпечаток на финансовые показатели и реакцию рынка. Наконец, непосредственно действия CEO могут влиять лишь на ограниченное число параметров компании (например, на реакцию инвесторов и размер инвестиций, но не на удовлетворенность рядовых сотрудников работой).

Смена руководителя иногда носит психологический характер — здравый смысл субъектов, так или иначе участвующих в деятельности фирмы (потребителей, акционеров, партнеров) подсказывает, что смена руководителя компании принесет пользу. Об этом также упоминается в работе [15], где было исследовано наличие изменений в 167 американских фирмах в течение 20 лет. В результате авторы заключили, что смена руководства по сравнению с такими факторами, как уровень продаж, прибыли, особенности индустрии, экономическая ситуация в стране, весьма мало влияет на финансовые показатели.

В работах, иллюстрирующих положительное или нейтральное влияние, стараются отойти от общепринятых утверждений об исключительно отрицательных последствиях ухода высшего руководства. Очевидно, что изучение текучести требует комплексного подхода к анализу причин и последствий не только в смысле воздействия на финансовое положение компании, но и в смысле влияния

на трудовые ресурсы. Однако большинство работ посвящено *негативному влиянию* текучести высшего руководства на работу компании. Прежде чем перейти к рассмотрению регрессионных и неэконометрических моделей, анализирующих текучесть высшего руководства, необходимо сказать несколько слов о способах измерения переменных моделей.

## 2.2. Измерение исследуемых переменных

Многие переменные, включенные в модели, измерены в порядковой (ранговой) шкале Лайкерта. Эта шкала используется, по большей части, при проведении опросов и анкетных исследований, где респондент выражает степень согласия либо несогласия с вопросом-утверждением, например, «полностью согласен», «скорее согласен», «скорее не согласен», «не согласен» и «затрудняюсь ответить». Примерами характеристик, измеренных с помощью шкалы Лайкерта, могут быть удовлетворенность сотрудника заработной платой, взаимоотношения с коллегами, условиями труда, уровень риска и стресса при выполнении работы, возможность карьерного роста и развития в компании, а также его намерение остаться работать в данной организации.

Кроме того, в исследованиях могут использоваться категориальные переменные, к примеру, возраст («до 18 лет», «18—22 года», «23—26 лет», «26—30» и т. д.), уровень образования человека («среднее», «высшее — бакалавриат», «высшее — магистратура» и т. д.), отдел или подразделение, отрасль и др. В некоторых моделях задействованы дамми-переменные, принимающие значения 0 или 1 в зависимости от отсутствия или присутствия признака соответственно. Наиболее часто встречающийся пример дамми-переменной — пол сотрудника.

В моделях, где текучесть кадров выступает как зависимая переменная, текучесть может быть измерена не только в категориальной шкале (как намерение сотрудника покинуть компанию или, наоборот, остаться работать в ней в течение нескольких лет), но и в количественной. К примеру, текучесть может быть представлена как вероятность  $p$  покинуть организацию или число ушедших сотрудников за определенный период. В работах, анализирующих текучесть высшего руководства, чаще используется вероятность ухода или величина  $p/(1 - p)$ , поскольку число ушедших сотрудников (генеральных директоров и топ-менеджеров), как правило, мало.

В моделях встречаются и другие переменные, измеренные в количественной шкале. Примерами могут служить финансовые показатели работы

компании (прибыль компании за определенный период, размер инвестиций и др.), опыт работы сотрудника, число прогулов или уровень нагрузки, а также другие показатели, не требующие оценки каждого респондента.

Наиболее частым способом сбора информации о сотрудниках неруководящего уровня является анкетирование, руководящих — вторичная информация, носящая финансовый характер (отчетность компании, средства массовой информации). К примеру, при анализе текучести топ-менеджмента многие авторы использовали данные изданий «The Wall Street Journal» или «Forbes».

## 2.3. Регрессионные модели текучести топ-менеджмента

Наиболее часто в исследованиях используется регрессионная модель вида

$$\text{turnover} = f \left( \begin{array}{c} \text{performance variables,} \\ \text{CEO variables,} \\ \text{firm specific variables} \end{array} \right) + \varepsilon, \quad (2)$$

где *turnover* — вероятность  $p$  ухода сотрудника (или используемая в некоторых работах величина  $p/(1 - p)$ ); *performance variables* — переменные, отвечающие финансовым показателям компании; *CEO variables* — переменные CEO (возраст, опыт работы в индустрии, управленческие навыки, образование и др.); *firm specific variables* — переменные параметров фирмы (размер, индустрия);  $\varepsilon$  — случайный шум. Параметры модели (2) представляют три группы факторов, которые наиболее сильно влияют не только на вероятность ухода члена топ-менеджмента организации, но и на его последствия.

### 2.3.1. Модели, рассматривающие причины текучести топ-менеджмента

В большинстве экономико-математических моделей текучести членов высшего руководства компаний рассматриваются причины ухода руководителя. Многие авторы исследовали связь личных характеристик ушедшего лидера с вероятностью его ухода. Установлено [9, 16], что если компания представляет собой семейный бизнес, то вероятность смены директора уменьшается: так, на выборке из 243 крупных и средних фирм Дании показано уменьшение вероятности смены директора на 8 % [16]. Модель имела вид:

$$\ln(p/(1 - p)) = \beta_0 + \beta_1 \log(1 + \text{profit/sales}) + \beta_2 d_{\text{neg.perf}} + \beta_3 \text{size}_{\text{firm}} + \beta_4 d_{\text{family.ownership}} + \beta_5 d_{\text{subsidiary.comp}} + \beta_6 \text{tenure},$$



где  $p$  — вероятность ухода CEO;  $profit/sales$  — отношение прибыли фирмы к объему продаж;  $d_{neg.perf}$  — дамми-переменная, принимающая значение 1 в случае отрицательных значений финансовой деятельности фирмы;  $size_{firm}$  — размер фирмы;  $d_{family.ownership}$  — принимает значение 1 в случае семейного бизнеса;  $d_{subsidiary.comp}$  — принимает значение 1 в случае, если компания субсидируется государством;  $tenure$  — опыт работы директора в отрасли,  $\beta_i$  — некоторые коэффициенты.

К аналогичному выводу об уменьшении вероятности в случае принадлежности директора к семье, владеющей компанией, пришли авторы статьи [17], рассматривая 1316 сменившихся директоров по данным «Wall Street Journal». Они также отметили положительную зависимость между вероятностью ухода CEO и его возрастом — после 60 лет вероятность ухода руководителя выше. Но, что интересно, для двух видов уходов — вынужденных и по собственному желанию — результаты противоположны: для вынужденной текучести связь отрицательная (т. е. чем старше директор, тем меньше вероятность того, что его уволят), а для уходов по собственному желанию — положительная.

Найдена отрицательная зависимость между текучестью и опытом работы в компании [16]. Молодые CEO с опытом работы в области менее 19 лет имеют большую вероятность быть уволенными, нежели более опытные. Следовательно, вероятность уйти с занимаемой позиции выше у двух возрастных групп — молодых членов высшего руководства и людей старшего возраста.

Связь текучести и финансовых показателей — одно из самых исследуемых направлений области, о котором было упомянуто уже в самых ранних работах, к примеру, в статье [10]. Многие исследователи сходятся во мнении, что существует отрицательная взаимосвязь между финансовыми показателями фирмы и уходом руководителя [10, 16, 18].

Кроме личных характеристик высшего руководства, в работе [17] была исследована взаимосвязь текучести и финансовых показателей компаний. На примере моделей, представленных в этой работе, рассмотрим, какие параметры используются авторами для анализа связи текучести и финансовых показателей работы фирмы. Были анализированы три различные модели, в которых все уходы разделены на увольнения и уходы по собственному желанию. Для всех трех моделей общими переменными были  $d_{age}$  — дамми-переменная, принимающая значение 1 для директоров старше 60 лет;  $d_{family.ownership}$  — дамми-переменная, при-

мающая значение 1 в случае, если ушедший директор принадлежит к владеющей фирмой семье;  $\ln(sales)$  — логарифм объема продаж;  $d_{71-76}$ ,  $d_{77-82}$ ,  $d_{89-94}$  — дамми-переменные, принимающие значение 1 в случае принадлежности ухода директора к периоду 1971—1976, 1977—1982 и 1989—1994 соответственно.

В модель 1 дополнительно входили переменные  $ROA$  (*return on assets*) — рентабельность активов;  $d_{71-76}ROA$ ,  $d_{77-82}ROA$ ,  $d_{89-94}ROA$  — значение рентабельности активов в соответствующие периоды. В модель 2 вместо значений рентабельности активов авторы добавили  $ROA_{change}$  — изменения в коэффициенте рентабельности активов за предыдущий год, и  $d_{71-76}ROA_{change}$ ,  $d_{77-82}ROA_{change}$ ,  $d_{89-94}ROA_{change}$  аналогично. Модель 3 содержала значения  $RET$  — биржевой прибыли в целом в каждом отдельном периоде  $d_{71-76}RET$ ,  $d_{77-82}RET$ ,  $d_{89-94}RET$ . Модель в общем виде можем записать так:

$$p(\text{turnover}) = \beta_0 + \beta_1 d_{age} + \beta_2 d_{family.ownership} + \beta_3 d_{71-76} + \beta_4 d_{77-82} + \beta_5 d_{89-94} + \beta_6 \ln(sales) + \text{models.variables} + \varepsilon,$$

где *models.variables* — добавленные к общей модели переменные.

Авторы исключили из анализа дамми-переменную для периода 1983—1988 гг. ввиду замеченных отличий в текучести данного периода от остальных (к примеру, только в этом периоде была зафиксирована устойчивая связь между числом вынужденных увольнений и показателями финансовой деятельности фирмы).

Можно заметить, что в представленной модели было использовано много дамми-переменных, чтобы выявить различия в характере связи анализируемых переменных в различных периодах.

В результате проведенного исследования авторы заключили, что взаимосвязь между текучестью и рентабельностью активов  $ROA$  незначима в каждом отдельном периоде, отрицательная значимая взаимосвязь была обнаружена только для  $ROA$  в целом; причем для вынужденной текучести она оказалась сильнее. Аналогичная ситуация была зафиксирована и для биржевой прибыли. Изменения рентабельности активов не оказались значимыми. Несмотря на то, что в течение наблюдаемого периода изменились способы мониторинга директоров и доли увольнений высшего руководства, каких-либо изменений в связи вероятности ухода руководителя и результатов финансовой деятельности фирмы замечено не было.

### 2.3.2. Модели, учитывающие последствия уходов членов высшего руководства

Модели, учитывающие последствия ухода одного из членов высшего руководства, представлены не так обширно, как те, что анализируют его причины. Однако они также должны быть рассмотрены ввиду высокой важности изучаемых явлений: финансовая деятельность компании, а также ее изменения — те параметры, которые в первую очередь интересуют клиентов, инвесторов, партнеров, следовательно, в большой степени влияют на развитие бизнеса.

Проблема влияния обстоятельств, сопровождающих уход, рассматривается в ряде работ. Так, в работе [19] были исследованы 908 случаев смены руководства, анонсированных в «Value Line Investment Survey». Авторы провели тест на значимость изменений производительности в окрестности ухода трех групп персонала: членов высшего эшелона компании, менеджеров среднего и низшего звена, первой и второй групп вместе. Кроме того, для каждой группы были выбраны несколько различных временных промежутков:  $[-3; -1]$ ,  $[-1, +1]$ ,  $[-1, +2]$  и  $[-1, +3]$ , если считать началом отсчета момент ухода сотрудника. Проверка на значимое отличие от нулевых значений была проведена также для принудительных увольнений, уходов по собственному желанию (ввиду возрастных причин) и объединенной выборке целиком. Авторы отметили, что в целом наблюдается небольшое значимое увеличение в финансовых показателях после смены руководителя. Однако были отмечены значительные отличия между вынужденными увольнениями и уходами по причине возраста: так, в фирмах, где руководитель (любого уровня) был уволен, наблюдалось значимое (на уровне 5 %) постепенное снижение финансовых показателей во временном промежутке  $[-3, -1]$ , а также их значимое увеличение к «+1» году. В отличие от вынужденных увольнений, уходы по причинам возраста не сопровождались значительными ухудшениями деятельности фирмы, но и улучшения, сопровождающие смену руководства, были на порядок ниже к моменту времени «+2» (уровень значимости 1 %) или «+3» (уровень значимости 5 %).

Кроме того, значимые изменения сопровождали уход членов высшего руководства компании — как по собственному желанию, так и уволенных, но, как и в предыдущем случае, для группы уволенных директоров изменения оказались значительнее (на уровне значимости 1 %). Для управляющих и менеджеров, не принадлежащих к высшему руководству, исследуемые параметры статистически значимыми не оказались.

К аналогичным выводам пришли авторы работы [10], исследовав реакцию акционеров компании на уход ее руководителя на выборке из 235 фирм (база данных «Fortune»). Приводя довод об отсутствии консенсуса в вопросе влияния на компанию ухода ее руководителя, они отмечают, что, по их мнению, индикатором может служить именно реакция акционеров.

Авторы представляли четыре модели для анализа взаимосвязи реакции акционеров с рядом параметров:

модель 1:

$$reaction = \beta_0 + \beta_1 perf + \beta_2 origin + \beta_3 d_{CEO\ init} + \beta_4 d_{board\ init} + \beta_5 disabil + \beta_6 sise_{firm} + \beta_7 dispos + \varepsilon;$$

модель 2:

$$reaction = \beta_0 + \beta_1 perf + \beta_2 origin + \beta_3 d_{CEO\ init} + \beta_4 d_{board\ init} + \beta_5 disabil + \beta_6 sise_{firm} + \varepsilon;$$

модель 3:

$$reaction = \beta_0 + \beta_1 origin + \beta_2 d_{CEO\ init} + \beta_3 d_{board\ init} + \beta_4 disabil + \beta_5 sise_{firm} + \varepsilon;$$

модель 4:

$$reaction = \beta_0 + \beta_1 perf + \beta_2 origin + \beta_3 d_{CEO\ init} + \beta_4 d_{board\ init} + \beta_5 disabil + \varepsilon;$$

где *perf* — значение финансовых показателей фирмы, *origin* — дамми-переменная; принимающая значение 1 в случае руководителя-инсайдера;  $d_{CEO\ init}$  — дамми-переменная, принимающая значение 1 в случае ухода руководителя по собственному желанию,  $d_{board\ init}$  — соответственно принимает значение 1 в случае ухода по желанию совета директоров; *disabil* — дамми переменная, принимает значение 1 в случае ухода по состоянию здоровья или смерти руководителя; *dispos* — показывает положение уходящего руководителя (насколько текущее положение компании ассоциируется именно с этим руководителем).

Наиболее сильное влияние на реакцию акционеров, как показало исследование, оказывают результаты работы компании до ухода руководителя. Анализ всех моделей, содержащих переменную *perf* (финансовые показатели компании), выявил отрицательную значимую связь (на уровне 10 %) между параметрами. Следовательно, чем хуже было финансовое состояние фирмы в момент ухода руководителя, тем более положительный отклик рынка стоит ожидать после его смены.

Кроме того, во всех четырех моделях статистически значимым (модель 1 — 5 %, модели 2 и 4 — 1 %, модель 3 — менее 1 %) и положительно влияющим на реакцию акционеров оказалось иници-



ирование ухода руководителя со стороны совета директоров.

Аналогичные вопросы влияния смены руководства компании на отклик рынка были подняты в работе [20], где был отмечен такой важный показатель, как стоимость фирмы. Стоимость фирмы — один из критериев, по которому (преимущественно инвесторами) оценивается целесообразность вложения средств в бизнес. Если смена руководства компании сможет отразиться на будущей производительности и финансовых показателях, то соответствующим образом она скажется и на стоимости фирмы. Авторы анализируют реакцию фондового рынка на объявление компании о смене руководства путем отслеживания изменений прибыли. Была принята модель  $R = \beta_0 + \beta_1(Rm) + \varepsilon$ , где  $R$  — прибыль компании,  $Rm$  — прибыль всех рискованных активов. Временной промежуток — 10 дней до и после фактического ухода руководителя. Отдельно рассматривались последователи инсайдеры и аутсайдеры, планируемые смены (в связи с уходом предшественника на пенсию, т. е. по достижении им 65 лет) и неожиданные (все остальные случаи). Аналогично работе [10], авторы [1] установили, что большие изменения в виде значительного снижения (5%-й уровень значимости) фондовой цены следовали за неожиданными сменами руководства через два или три дня после их свершения. Ожидаемые смены руководства сопровождались, наоборот, увеличением стоимости, но задолго до фактического события или через пять дней после. Заранее объявленные назначения — как инсайдера, так и аутсайдера, влекут за собой статистически значимое (на уровне 5 %) снижение стоимости фирмы.

Таким образом, в работах [10, 20] показаны негативные последствия смены руководства в виде отрицательного влияния на финансовое положение фирмы.

Многие исследования в качестве источника информации используют публикации одного из самых известных финансовых изданий «The Wall Street Journal». Как отмечено в статье [6], упоминание в журнале о снижении прибыли компании будет иметь негативные последствия в виде увеличения контроля со стороны совета директоров, если советом такое упоминание рассматривается как значительный урон репутации компании и возможный отток клиентов и инвесторов. Исследовав две группы компаний: с увольнениями (79 компаний) и без них (79 компаний), авторы пришли к выводу, что единственное отличие заключалось в частоте опубликованных новостей в «The Wall Street Journal». Реакция рынка на принятие любых

видов решений директорами фирм из двух выборок не имела отличий.

Как уже отмечалось, большинство исследований относятся к США или Западной Европе. Однако выявленные в исследованиях американских компаний тенденции наблюдаются и в других странах: так, к примеру, было рассмотрено 140 индонезийских фирм [18], и получены выводы, аналогичные [6, 20]. Авторы рассматривали модель

$$\text{turnover}(1,0) = \beta_0 + \beta_1 \ln(TAssets) + \beta_2 \text{CurRat} + \beta_3 \ln(TSales) + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{ROE} + \beta_6 \text{earnings} + \varepsilon,$$

где  $TAssets$  — общая стоимость активов;  $TSales$  — величина совокупного объема продаж компании;  $CurRat$  — отношение оборотного капитала к краткосрочным обязательствам;  $earnings$  — доходы;  $ROA$  — рентабельность активов;  $ROE$  — рентабельность собственного капитала компании. В результате анализа авторы заключили, что статистически значимое (на уровне 5 %) негативное влияние на текучесть оказывают уровень продаж, размеры совокупных активов, значение рентабельности капитала и рентабельности активов [18].

В работах [22, 23] были рассмотрены проблемы текучести кадров на примере фирм Великобритании. Анализ 1689 фирм показал, что владение относительно большей долей в компании уменьшает вероятность удаления директора из нее [22]. К аналогичным выводам пришли и авторы работы [23], анализируя 271 компанию с помощью трех моделей:

модель 1:

$$\ln(p/(p-1)) = \beta_0 + \beta_1 \text{Lag} + \varepsilon;$$

модель 2:

$$\ln(p/(p-1)) = \beta_0 + \beta_1 d_{<5} + \beta_1 d_{>5} + \beta_3 d_{<1} \text{Lag} + \beta_4 d_{1-5} \text{Lag} + \beta_4 d_{>5} \text{Lag} + \varepsilon;$$

модель 3:

$$\ln(p/(p-1)) = \beta_0 + \beta_1 d_{<5} + \beta_2 d_{>5} + \beta_3 d_{<1} \text{Lag} + \beta_4 d_{1-5} \text{Lag} + \beta_4 d_{>5} \text{Lag} + \beta_5 d_{inst} + \beta_6 \text{fract} + \beta_7 d_{frNE > 0,5} + \beta_8 d_{dualTP} + \varepsilon,$$

где  $Lag$  — прибыль предыдущего года; переменные  $d_{<1}$ ,  $d_{1-5}$ ,  $d_{>5}$  принимают значения 1, если CEO владеет менее 1 %, 1 — 5 %, более 5 % фирмы соответственно; переменная  $d_{inst}$  принимает значение 1, если максимальная доля, которой могут обладать институциональные инвесторы, не превышает 10 %;  $fract$  — доля других директоров в компании; переменная  $d_{frNE > 0,5}$  — принимает значение 1, если доля сотрудников, не являющихся членами высшего руководства, превышает 50 %;  $d_{dualTP}$  —

принимает значение 1, если CEO — топ-менеджер компании.

Авторы заключили, что в компаниях, где руководитель владеет менее, чем 1 % компании, их уходы (как запланированные, так и незапланированные) происходят чаще. Кроме того, факт одновременной работы человека в качестве и CEO, и топ-менеджера был найден отрицательно (1 %) связанным с вероятностью ухода. Реакция рынка оказалась сильнее (уровень значимости 5 %), если компанию покидал директор, владеющий более 1 % имущества. В работе [23] также подтверждена неоднократно показанная негативная связь между вероятностью быть уволенным и плохими финансовыми показателями фирмы.

Проблема существования отличий в характере текучести высшего руководства в компаниях различных секторов промышленности рассмотрена в работе [9]. Авторы отмечают, что все секторы промышленности различаются степенью концентрации компаний, уровнем конкуренции, скоростью развития, средним размером фирмы. Это влияет не только на развитие самой фирмы, но и на особенности уходов персонала. Для анализа указанных проблем были посчитаны корреляции между 10 зависимыми и 6 независимыми параметрами и проведен тест на их статистическую значимость. В качестве независимых характеристик были взяты параметры секторов промышленности: число компаний, коэффициент роста, смещение в степени концентрации от медианного значения и коэффициент роста продуктивности. Кроме того, в числе независимых характеристик были использованы параметры фирмы: размер компании и отношение долговых обязательств к капиталу. В качестве зависимых переменных использовались параметры секторов промышленности: доля директоров-инсайдеров; доля директоров, в прошлом уже руководивших фирмой; доля директоров, бывших ранее на государственной службе (в том числе военные); доля директоров, занимавшихся ранее финансами и банкингом; среднее число смен мест работы высшим руководством; средний срок работы в одной компании; средний срок работы сотрудника в компании до назначения руководителем; среднее время работы в руководящей должности; среднее время работы в других организациях.

Было установлено, что чем больше предприятий в индустрии, тем большее время проводит в ней сотрудник до назначения руководителем и тем меньше он меняет компании. Другими словами, в случае большого числа фирм на рынке проявляется большая стабильность среди руководителей компании и меньшая вероятность смены фирмы.

Была найдена положительная связь между темпами развития индустрии и долей руководителей, ранее занимавших государственные должности (в том числе и военные). В быстро развивающихся индустриях (к примеру, в сфере информационных технологий), однако, наблюдается большая текучесть среди руководителей и, следовательно, меньшее время работы в компании, и меньшее число инсайдеров занимает руководящие должности.

В тех индустриях, где средняя концентрация компаний сильно отличается от медианного значения, директора работают сравнительно дольше до вступления в руководящую должность, при этом доля директоров-инсайдеров достаточно высока.

Таким образом, опираясь на выводы работы [9] и зная степень концентрации, число фирм и скорость развития, можно сделать первоначальные предположения, какой кандидат из имеющихся будет назначен на должность, а также о продолжительности его работы в компании. Однако точность таких оценок невысока, поскольку они получены случайным выбором отраслей, без учета особенности каждой отдельно взятой (кроме рассмотренных в работе [9]).

Исследуя текучесть высшего руководства, большинство авторов не разделяют разные уровни управляющего состава, включая в выборку и директоров, генеральных директоров, вице-президентов, главных управляющих и др. Под понятием «CEO» подразумевают подчас не только генеральных директоров, но и других упомянутых членов управляющего состава компании, что приводит к противоречивым результатам. Однако некоторые исследователи эти различия принимают во внимание.

Так, в работе [12] исследована связь окружающей человека среды в организации и вероятности его ухода. Отмечено, что не только изменение в финансовых показателях может сказаться на решении руководителя об уходе, но и атмосфера в коллективе. Авторы ввели такие характеристики рабочей среды организации, как «щедрость», «изменчивость» и «сложность». «Щедрость» показывает, насколько среда, в которой находится фирма, позволяет ей развиваться. Отметим, что «щедрость» — это свойство среды, а не фирмы: она не является характеристикой способностей команды и руководителя, а характеристикой среды существования фирмы. В качестве примера среды с высокой «щедростью» можно привести сферу информационных технологий, а с низкой — металлургическую отрасль. Другой показатель — «изменчивость»: насколько быстро меняется среда, технологии, правила функционирования фирм. Характеристика «сложность» показывает степень однородности среды и число параметров, которые могут на нее влиять. Проанализировано 85 фирм



(данные взяты из базы данных «Fortune») с помощью модели

$$p(\text{turnover}) = \beta_0 + \beta_1 \text{mean}_{\text{tenure}} + \beta_2 \text{perf} + \\ + \beta_3 \text{strat.chance} + \beta_4 \text{team}_{\text{heterog}} + \beta_5 \text{educ}_{\text{heter}} + \\ + \beta_6 \text{munifec} + \beta_7 \text{instab} + \beta_8 \text{munifec} + \beta_9 \text{compl} + \varepsilon,$$

где  $\text{mean}_{\text{tenure}}$  — среднее время работы в компании,  $\text{perf}$  — финансовые показатели фирмы,  $\text{strat.chance}$  — вероятность диверсификации компании,  $\text{team}_{\text{heterog}}$  — степень неоднородности руководителей,  $\text{educ}_{\text{heter}}$  — неоднородность уровней образования,  $\text{munifec}$  — «щедрость» среды,  $\text{instab}$  — «изменчивость» среды,  $\text{compl}$  — «сложность» среды соответственно.

Авторы разделили выборку на две части по должности руководителя: к «первому» эшелону они отнесли председателя совета директоров, CEO, президента, а ко второй группе — всех остальные должности. Результаты анализа модели показали, что все три введенные авторами показателя («сложность», «изменчивость» и «щедрость») имеют статистически значимое влияние: «сложность» и «изменчивость» — положительное, а «щедрость» — отрицательное. Относительно двух «эшелонов» высшего руководства авторы заключили, что модели объясняют гораздо меньшую долю дисперсии ( $R^2 = 0,221$  и  $R^2 = 0,358$  для «первого» и «второго» эшелона соответственно), чем для выборки целиком ( $R^2 = 0,437$ ). Однако результаты таковы: для «второго» эшелона наблюдалась положительная значимая (уровень 1 %) связь текучести и средней продолжительности работы, с вероятностью смены стратегии ( $\text{strat.chance}$ ) и «сложностью» среды; для «первого» эшелона — только с вероятностью смены стратегии и «изменчивостью». Авторы заключили, что менеджеры «первого» эшелона к моменту их повышения уже обладают достаточным числом связей в компании, поэтому у них достаточно власти, чтобы «обвинить» управляющих «второго» эшелона в случае неудачи на рынке. Поэтому наиболее точные оценки связи различных характеристик и текучести могут быть получены только при анализе команды в целом.

Отметим также исследование [14], посвященное анализу работ по текучести высшего руководства. В нем указано, что в представленных различными авторами моделях могли возникать ошибки интерпретации параметров: реальная зависимость параметров может быть сильнее, чем это показала оценка коэффициента, или, наоборот, слабее. Для анализа текучести CEO разного вида фирм в большинстве работ используется модель вида (1):

$$\text{turnover} = f(\text{performance}, \text{type}_{\text{firm}}, \text{controls}).$$

Если цель работы — показать, что изменения в финансовых показателях повлияют на величину  $p/(1-p)$  в фирме определенного типа ( $p$  — вероятность ухода сотрудника), то данный метод может быть применен. Но при анализе влияния финансовых показателей на саму вероятность ухода могут возникнуть ошибки. Отмечается, что из 38 исследованных работ только пять содержали анализ не только коэффициентов корреляции, но и степени изменения одной величины при изменении другой.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведен анализ моделей текучести высшего руководства, определены ключевые работы, сделан краткий обзор развития исследований текучести кадров высшего руководства компаний. Как было отмечено, в полученных результатах немало противоречий вследствие различия применяемых методов, выборок, ситуаций, а подчас и ошибок [24].

При анализе результатов важно учитывать, в какой стране выполнено исследование. Так, исследование [11] показало неприменимость американской практики на одном из предприятий России, поэтому необходимо учитывать такие особенности, как менталитет сотрудников, характеристика бизнес-сферы и правовое регулирование бизнеса. Поздний переход к рыночной системе в России и новые методы управления с приходом европейских и американских компаний, позднее зарождение менеджмента в западном понимании, советская модель поведения, прочно засевавшая в умах людей, привели к необходимости не просто переносить западные методы, но и учитывать предшествующий опыт и методы управления, применявшиеся во времена СССР. К сожалению, в настоящее время исследование текучести на выборке российских компаний представлено недостаточно по сравнению с американской практикой.

Несмотря на противоречия в результатах исследований, учеными было успешно решено множество проблемных ситуаций (в виде так называемых кейсов), построены модели текучести высшего руководства компаний различных индустрий и стран.

Финансовые показатели деятельности компании, которые являются индикаторами работы команды топ-менеджмента в целом и генерального директора в частности, инструментами для оценки компании сторонними организациями, в том числе инвесторами, были выявлены авторами исследований как наиболее сильно влияющие на смену топ-менеджмента организации. В случае ухудшения финансовых результатов деятельности орга-

низации вероятность смены ее руководителя значительно возрастает [10, 17, 18, 23]. Аналогичные результаты были получены и для других членов топ-менеджмента [12]. Авторы также отметили влияние на уход СЕО таких показателей, как принадлежность директора к владеющей компанией семье, возраст и опыт работы [16, 17]. Кроме того, исследованы не только факторы, влияющие на уход руководителя, но и влияние самого ухода на ряд важных для компании показателей: обстоятельств, сопровождающих уход, например, изменения в производительности работы [19], реакции акционеров компании [10], реакции фондового рынка [20].

Учитывая замечания авторов представленных работ по методам исследований и нераскрытым темам, а также принимая во внимание новые появляющиеся точки зрения на текучесть, у данной области большие перспективы развития, а у исследователей — достаточно проблемных вопросов для решения: изучение текучести мало исследуемых регионов (азиатские страны, Россия, Восточная Европа, Южная Америка); сравнение причин или последствий текучести топ-менеджмента в разных странах или регионах, близких по развитию (Европа и США) или отличающихся (США и Россия, США и некоторые азиатские страны); изучение влияния интернационализации менеджмента на текучесть высшего руководства; оценка убытков компании от ухода руководителя в плане финансов и развития.

Другие аспекты текучести кадров, а также текучесть сотрудников неруководящих специальностей будут рассмотрены во второй части работы.

*Автор благодарна д-ру техн. наук Ф.Т. Алескерову за помощь и ценные комментарии при написании работы и возможность обсуждения предварительных результатов работы на общемосковском научном семинаре «Экспертные оценки и анализ данных» в ИПУ РАН. Отдельная благодарность канд. физ.-мат. наук В.С. Молоствову и рецензенту за полезные комментарии.*

## ЛИТЕРАТУРА

1. Helmich D., Brown W. Successor Type and Organizational Change in the Corporate Enterprise // *Administrative Science Quarterly*. — 1972. — Vol. 17, N 3.
2. Haskell R. Labour Turnover Cost in a Shoe Factory // *Harvard Business Review*. — 1923. — Vol. 1, N 4. — P. 490—494.
3. Grusky O. Administrative succession in formal organizations // *Social Forces*. — 1960. — Vol. 39.
4. Grusky O. Managerial Succession and Organizational Effectiveness // *American Journal of Sociology*. — 1963. — Vol. 6, N 1. — P. 21—31.
5. Carlson R. Succession and Performance among School Superintendents // *Administrative Science Quarterly*. — 1961. — Vol. 6. — P. 210—227.
6. Gamson W., Scotch N. Scapegoating in baseball // *American Journal of Sociology*. — 1964. — Vol. 70. — P. 69—72.
7. Kesner I., Sebora T. Executive succession: past, present, future // *Journal of Management*. — 1994. — Vol. 20, N 2. — P. 327—372.
8. Helmich D., Erzen P. Leadership Style and Leader Needs // *The Academy of Management Journal*. — 1975. — Vol. 18, N 2. — P. 397—402.
9. Pfeffer J., Leblebici H. Executive Recruitment and the Development of Interfirm Organizations // *Administrative Science Quarterly*. — 1973. — Vol. 18, N 4. — P. 449—461.
10. Friedman S., Singh H. CEO succession and stockholder reaction: the influence of organizational context and event context // *Academy of Management Journal*. — 1989. — Vol. 40. — P. 718—744.
11. Welsh D., Luthans F., Sommer S. Managing Russian factory workers: the impact of US-based behavioral and participative techniques // *Academy of Management Journal*. — 1993. — Vol. 36, N 1.
12. Wiersema M., Bantel K. Top management team turnover as an adaptation mechanism: the role of the environment // *Strategic Management Journal*. — 1993. — Vol. 14. — P. 485—504.
13. Stringer L. The Link Between the Quality of the Supervisor—Employee Relationship and the Level of the Employee's Job Satisfaction // *Public Organization Review*. — 2006. — Vol. 6. — P. 125—142.
14. Pfeffer J. The ambiguity of leadership // *Academy of Management Review*. — 1977. — N 2. — P. 104—112.
15. Lieberman S., O'Connor J. Leadership and Organizational Performance: A study in large corporations // *American Sociological Review*. — 1975. — Vol. 37, iss. 2. — P. 117—130.
16. Lausten M. CEO turnover, firm performance and corporate governance: empirical evidence on Danish firms // *International Journal of Industrial Organization*. — 2002. — Vol. 20, iss. 3. — P. 391—414.
17. Hudson M., Parrino R., Starks L. Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective // *The Journal of Finance*. — December, 2001.
18. Lindrianasari, Hartono J. The relationship between accounting performance and CEO turnover: evidence from Indonesia // *Accounting & Taxation*. — 2011. — Vol. 3, iss. 2.
19. Denis D., Denis D. Performance Changes Following Top Management Dismissals // *The Journal of Finance*. — 1995. — Vol. 50, N 4. — P. 1029—1057.
20. Beatty R. and Zajak E. CEO change and firm performance in large corporations: succession effects and manager effects // *Strategic Management Journal*. — 1987. — N 8. — P. 305—317.
21. Farrell K., Whidbee D. Monitoring by the financial press and forced CEO turnover // *Journal of Banking and Finance*. — 2002. — Vol. 26. — P. 2249—2276.
22. Denis D., Denis D., Sarin A. Ownership Structure and Top Management Turnover. — Blacksburg: Pamplin College of Business, 1994.
23. Dahya J., Lonie A., Powers D. Ownership structure, firm performance and top executive change: an analysis of UK firms // *Journal of Business Finance and Accounting*. — 1998. — Vol. 25, N 9.
24. Powers E. Interpreting logit regressions with interaction terms: an application to the management turnover literature // *Journal of Corporate Finance*. — 2005. — N 11. — P. 504—522.

*Статья представлена к публикации членом редколлегии А.С. Манделем.*

**Кадырова Алина Ринатовна** — студентка, Национальный исследовательский университет — Высшая школа экономики, г. Москва, [kadyrovaalina@gmail.com](mailto:kadyrovaalina@gmail.com).