

ОН НАКОНЕЦ-ТО МЕНЯ ПОСЧИТАЛ

Сергеев Дмитрий Валентинович
dimasergeev@bk.ru (8-911-754-94-85)

Студент 1 курса магистратуры факультета менеджмента, магистерская программа 080200.68 «Менеджмент» («Финансовый менеджмент») НИУ ВШЭ
– Санкт-Петербург

Рецензия
на книгу «Looking beyond profit: small shareholders and the values imperative»
by Peggy Chiu
(Massey University, New Zeland and
Chiu-Smith Investment Research, New Zeland
GOWERT e-BOOK, 2009)

Abstract: The purpose of this paper is to describe the basic results of a research, represented in a book «Looking beyond profit: small shareholders and the values imperative» by Peggy Chiu, and to examine its practical significance, methodology and key features of the author's concept.

Максимизация прибыли – единственная цель инвесторов. Это утверждение настолько сильно засело в корпоративной и инвестиционной культуре, что никаких попыток узнать, что же еще может влиять на действия акционеров, не предпринимается. В то же время, именно мелкие акционеры – основная часть инвесторов.

Будучи акционером во многих странах свыше 20 лет, Пеги Чью - автор книги «Взгляд вне прибыли: мелкие акционеры и ценностный императив» - заинтересовался, что же влияло на его решения приобрести те или иные акции. Эмоции, субъективные суждения – всё это играло роль. И как исследователь автор захотел найти тщательное объяснение поведению мелких акционеров.

В этом и видится мне основная концептуальная особенность исследования, представленного в книге, - это тот редкий случай, когда корпоративное управление рассматривается не с позиции руководителей или топ-менеджмента, а со стороны рядового мелкого инвестора, чьи интересы и ценности могут не совпадать с миссией компании. Собственно, именно это на протяжении двухсот страниц и будет доказывать нам автор. Причем довольно тщательно, последовательно и чётко структурировано – сама книга представляет собой описание результатов трёх элементов исследования:

- личная система ценностей, на которую ориентируются акционеры при принятии инвестиционных решений;
- качества, которые ожидают акционеры от директоров компаний;
- и вопросы, которыми задаются мелкие акционеры, когда рассматривают практику корпоративной ответственности той или иной компании.

Особенно радует, что автор основательно подошел к изучению темы будущего исследования. Прежде чем приступить к самому исследованию, автор не только изучает характеристики мелких инвесторов на основе имеющихся в открытом доступе статистических данных (глава 1), но и описывает теоретические аспекты основных понятий, а также делает краткий обзор уже имеющихся исследований на данную тему (главы 2,3).

Так, например, по данным автора, в 2004 году 49% взрослого населения Канады являлись акционерами (по сравнению с 13% в 1983). В 2005 году половина домохозяйств США являлись акционерами. В 2006 году 46% взрослого населения Австралии были акционерами по сравнению с 15% в 1991.

Таким образом, автор делает вывод, что мелкие индивидуальные инвесторы важны. Но только мало кто знает об их мотивации в приобретении тех или иных акций. И именно этому будет посвящено дальнейшее исследование в книге. Но прежде автор предлагает изучить то, что уже известно о мелких акционерах. Он предлагает рассмотреть их с точки зрения двух аспектов.

1) Демографический аспект

Чаще всего инвесторы – это люди в возрасте от 35, реже младше.

Чаще всего – с высшим образованием.

Чаще всего – с большими доходами.

Чаще всего – занимают менеджерские позиции.

Это полностью соответствует типичному стереотипу о мелком инвесторе, предложенного Льюисом (2001) и Хэнсоном (2006): the majority of ordinary investors are aged over 45, hold professional qualifications and are in the higher income group. Здесь интересно отметить, что читатель начинает невольно проецировать результаты исследования на свое окружение и возникает вопрос: а сколько людей из твоих знакомых с высшим образованием старше 35 лет являются акционерами? Честно говоря, я вынужден признать, что либо среди моих знакомых не так уж много людей с большими доходами, либо страновая специфика России несёт свой отпечаток и, возможно, результаты исследования не столь репрезентативны в условиях наших суровых реалий. Но от того еще интереснее читать о том, чем ОНИ отличаются от НАС и к чему должны мы стремиться, чтобы соответствовать цивилизованным странам. Может не каждый из нас в душе генеральный директор, но мелкий акционер – уж точно. И если кто-то и может оценить качество исследования, то именно читатель, как потенциальный мелкий акционер.

2) Поведенческий аспект

Чаще всего – длительные перспективы. В Канаде – половина инвесторов имеет 1-5 летний горизонт планирования + 31%, кто рассчитывает на больший срок. В Швейцарии – 33% кто рассчитывает держать акции дольше 8 лет и 41%, кто собирается держать от 3 до 8 лет.

Чаще всего – не больше 10 компаний в портфеле.

Большая часть информации о компании мелкие акционеры получают из СМИ. Второй по популярности источник – сарафанное радио. В Австралии, напр., в 99% случаев решения об инвестировании принимается по совету друзей, родственников или коллег.

Финальной точкой в принятии решения мелкого акционера является «нутром чую»

Это, по мнению автора, наглядно демонстрирует, что мелкие акционеры – нерациональны, а скорее эмоциональны. Да и действительно, вы охотнее согласитесь расстаться со своими деньгами по совету друга, которому вы

доверяете, чем по просьбе дяденьки в дорогом костюме, на который он заработал, обманывая таких как вы. Тут нужно отметить, что российский менталитет не сильно отличается от западного с той только небольшой разницей, что мы и сами не стремимся к серьезному сотрудничеству. Я сомневаюсь, что многие россияне согласятся доверить свои сбережения на срок, превышающий хотя бы год. Но не будем забывать, что среди моих знакомых маловато людей с менеджеральных позиций, а у богатых, как говорится, свои причуды.

Поэтому я с большим скептицизмом отношусь к мнению автора, что неэтичных инвесторов, просто не существует. Якобы поскольку инвесторы отдают предпочтения долгосрочным прибылям, нежели краткосрочным, они охотнее вкладывают в компании, заботящиеся об окружающей среде, в тех, кто честен с работниками и т.д. Но ведь у каждого свой взгляд на социальную ответственность бизнеса, с чем, правда, автор соглашается - в некоторых его исследованиях охрана окружающей среды была в первом списке приоритетов, в некоторых – второй с конца.

Фундаментальной базой исследования автора можно назвать его довольно радикальную точку зрения - автор выступает категорически против концепции Homo Economicus, поскольку каждый индивид живет в обществе и не может быть изолирован от социальных норм. Здесь сразу становится понятно, что книгу пишет не столько экономист, сколько социолог, что, однако, вполне типично для такой дисциплины, как корпоративного управления. Тем не менее, дальше автор удивляет нас следующей формулировкой: решения инвесторов не только социальное, оно экономическое, но на основании собственных ценностей и эмоций. Это весьма противоречивое суждение в дальнейшем автор и собирается доказывать.

Подводя итоги многих исследований, автор выделяет следующие:

- 1) ценности имеют значение в решениях инвестора;
- 2) инвесторы имеют как самоориентированные (эгоистичные ценности), так и обществоориентированные (альтруистичные ценности);
- 3) этих ценностей никто не знает и вместо того, чтобы признать инвесторов Homo Economicus, нужно их глубже изучить.

И для этого автор и предпринимает своё исследование. Должен сказать, что как и здесь, так и в дальнейшем, принципиально новых моделей или результатов ждать не приходится. Очевидно, что homo economicus – модель условная, как и все модели упрощающая реальность. И бороться с ней всё равно что с ветряными мельницами. Тем не менее, исследование интересно не столько доказательством доступных рядовому обывателю выводов, сколько их конкретизацией. Ведь, во-первых, он хочет изучить мотивы инвесторов, а во-вторых, качества директоров, которые инвесторы ожидают. И вот какие именно по мнению рядовых акционеров самые важные – в этом и состоит ценность исследования.

Как я уже говорил, автор удивляет своей основательной подготовкой к исследованию, причем не только в плане предварительного анализа данных на основе открытых источников, но и теоретическим обзором уже имеющихся

исследований и методик. Так, глава 2 полностью посвящена изучению теоретических аспектов различных теорий ценностей, в том числе теорий Рокича, Райна, Кайла и Кеннеди, Шварца и пр. Среди множества этих теорий, автор выделяет общую мысль – есть самоориентированные ценности, есть обществоориентированные ценности. И рассматривая мелких инвесторов, нужно учитывать не только их самоориентированные ценности в виде максимизации прибыли, но и их обществоориентированные. Более того, зачастую эти ценности могут бороться внутри индивида.

Также детально рассмотрены основные способы оценки тех или иных ценностей – ранжирование и рейтинг. Описав их преимущества и недостатки, автор принимает решение использовать интегральный метод, объединяющий обе методики. Кстати, сравнительная характеристика данных методов может быть отличной темой для лекции по качественному анализу данных в рамках социологических исследований. Вообще, описательные главы книги – отличный сборник сравнительных характеристики ключевых теорий по тем или иным понятиям, будь то модели ценностей или методы качественного анализа.

Кстати, когда я говорил, что фундаментальных прорывов от автора ждать не приходится, многие читатели могут со мной не согласиться. В главе 3 детально представлено изучение пяти основных учений о стейкхолдерах (Апштайн, 1992; Райн, 1994; Райн и Гист, 1995; Мюллер, 2001; Типпет, 1998; Хэнсон и Трантер, 2006;). И здесь автор выделяет такую проблему: многие исследователи при изучении отношения стейкхолдеров к социальной ответственности бизнеса (CSR) сначала изучают это понятие в экономической литературе, а потом включают вопросы в свои анкеты. Автор же считает, что так делать нельзя – нельзя изучить понятие социальной ответственности, проигнорировав мнение первичных потребителей этого понятия – самих инвесторов. Поэтому главный вывод из этого обзора литературы автор делает следующий: все понятия и качества, о которых предполагается спрашивать респондентов, должны исходить от самих респондентов, а не формироваться исходя из мнения экспертов. Именно поэтому первая фаза исследования – глубинные интервью, и только вторая – массовое анкетирование. Первая фаза – исследовательская, вторая – подтверждающая.

Более того, автор считает, что нужно рассматривать CSR с точки зрения отношений компании с группами стейкхолдеров. Существует некое объединение концепции CSR и моделью стейкхолдеров. «Концепция стейкхолдеров – это наиболее реальное воплощение социальной ответственности бизнеса» (Jones, 1999) Поэтому под социальной ответственностью бизнеса акционеры понимают отношения компании с её стейкхолдерами. 6 главными группами стейкхолдеров являются акционеры, работники, клиенты, поставщики, общество и окружающая среда.

Главы 4, 5 и 6 описывают результаты трёх основных элементов исследования, каждый из которых происходил в два этапа:

1) глубинное интервью 20 индивидов из различных организаций, чтобы установить границы трёх элементов исследования – ценности акционеров, их

предпочтения относительно качеств директоров и вопросы корпоративной ответственности, за которой они будут следить после инвестирования.

2) массовое e-mail анкетирование 438 респондентов, предлагающая оценить по 7-балльной шкале важность того или пункта, а также указать наиболее важный из них.

Таким образом, качественный метод дополняется количественным, предоставив хорошую базу данных и статистику. Результатами таких двух-этапных исследований в каждом случае были списки ценностей или качеств, упорядоченные по порядку убывания важности с точки зрения респондентов.

Например, изучая личную систему ценностей инвесторов, автор выявил 4 основные ценности - комфортная жизнь, семейная безопасность, честность и справедливость – они набрали максимальный средний рейтинг. При этом минимальное количество людей при инвестировании интересуется излишним богатством. И эта ценность значительно отличается от понятия «комфортная жизнь», которая обусловлена, в первую очередь, финансовой независимостью и минимальной достаточностью.

Table 4.3 Shareholders' values in order of importance

Motivational and guiding values	Mean	SD	Most important	
			%	Rank order
Honesty	6.62	0.65	15.90	2
Fairness	6.45	0.73	3.20	6
Family security	6.38	0.89	11.40	3
A comfortable life	6.35	0.90	35.30	1
An active life	6.33	0.87	3.70	5
Excellence	6.16	0.83	5.60	4
Independence	6.09	0.95	3.20	6
A world at peace	5.94	1.27	1.90	9
Contribution to society	4.94	1.21	2.10	8
A world of beauty	4.80	1.45	0.30	11
A prosperous life	4.27	1.43	1.30	10

К недостаткам такого колоссально трудоемкого исследования можно отнести тот факт, что многие вышеперечисленные категории весьма расплывчаты и обобщены, поскольку сам автор неоднократно утверждает, что разные респонденты под этими качествами понимают разные значения. Тем не менее, у читателя всегда есть возможность узнать, в чем именно состоит это разница – все полученные проранжированные списки и таблицы сопровождаются цитатами из глубинных интервью респондентов, подтверждая обобщенные результаты первоисточником. Таким образом, книга не сухой набор фактов и цифр, а практически живой материал, с которым читатель может поработать самостоятельно. Всегда есть возможность проанализировать ответы респондентов, сделать свои собственные выводы, почерпнуть что-то новое, помимо того, что автор выставляет в качестве результатов исследования.

При этом практически на каждом шаге исследования наблюдается процесс мониторинга теоретических аспектов изучаемого вопроса. Полученные автором списки постоянно сравниваются с исследованиями Рокича, Райна, Познера и Шмидта для демонстрации незначительных отличий. Вообще, автор не раз подчеркивает, что результаты его исследований в принципе совпадают с результатами общепризнанных исследований.

Итак, после того, как автором был составлен список самых значимых с точки зрения респондентов ценностей; качеств, которыми должен обладать генеральный директор компании; факторов социальной ответственности, автор приступает к статистическому анализу полученных данных в виде метода главных компонент и корреляционного анализа. Этому и посвящены главы 7 и 8. Тем не менее, практическая значимость этих результатов еще меньше, чем предыдущих.

Так, например, в 7 главе метод главных компонент позволил выделить 8 измерений, которые обеспечивают прямое понимание взаимосвязи всех элементов, полученных в ходе трёх элементов исследования. При этом исследование показало, что мелкие акционеры рассматривают корпоративное управление с точки зрения того, какими качествами должен обладать директор и какие зарплаты он получает за свою работу. Но главный результат такого факторного анализа – это подтверждение наличия двух измерений системы ценностей – самоориентированных и обществоориентированных: *economic self* и *green/social values*. Повторю, что книга в принципе представляет собой описание результатов и методов исследования, а потому необязательно каждая глава должны нести практическую значимость и ценность. Поэтому я бы хотел предостеречь руководителей компаний или менеджеров по пиару, что изучение этих глав для бизнес-практиков не представляет интереса. Этот раздел скорее подходит для академических кругов, чья задача состоит в том, чтобы удостовериться в репрезентативности методов и, таким образом, результатов исследования.

Особенно ввести в заблуждение рядового читателя может тот факт, что поскольку большинство статистических данных, полученных в ранних главах не является нормально распределенными, в 8 главе автор применяет непараметрический корреляционный анализ, используя ранговые коэффициенты корреляции Спирмена на уровне значимости 1%. Конечно же, не каждый читатель готов осилить столько высоконучный метод анализа, однако поскольку книга предназначена и для академических кругов в том числе, то автор приводит огромное количество корреляционных таблиц, демонстрирующих, какие качества директоров ценят инвесторы, ориентирующиеся в своей жизни на те или иные ценности. Напр., одна из таблиц показывает, что люди, исповедующие такую ценность как открытость (*fairness*), считают, что компания не должна никого эксплуатировать и также не хотят, чтобы эксплуатировали их. Поэтому они ждут, что директора будут усердными и ответственными (*commitment*, 34%), честными (*openness*, 36%) и достаточно храбрыми (*courage*, 33%), чтобы противостоять неблагоразумным требованиям исполнительных директоров.

Table 8.1 Correlations between guiding values and qualities of directors

Qualities of Directors	Others-oriented		Self-oriented	
	Honesty	Fairness	Excellence	Independence
Competence	.27	.26	.22	.27
Leadership	.11*	.22	.33	.21
Commitment	.26	.34	.32	.32
Innovation	.17	.27	.27	.25
Courage	.30	.33	.28	.25
Openness	.40	.36	.26	.23
Integrity	.31	.27	.23	.25
Prudence	.25	.27	.34	.30
Accountability	.24	.27	.19	.16

All correlations are significant at $p < .01$ level, except * $p < .05$ level.

Эти корреляционные таблицы призваны показать, что инвестор проецирует свою систему ценностей на свои ожидания относительно качеств директоров компании и их практики социальной ответственности. И при этом инвестор не *homo economicus* и придерживается не только самоориентированной системы ценностей, но и общественноориентированной. Опять таки мысль автора не отличается, на мой взгляд, оригинальностью. Тем не менее, здесь получено статистическое подтверждение логически выведенных предпосылок. Таким образом, ценность социологического исследования не базируется на простом описании изучения глубинных интервью, а математически подтверждена, что поднимает результат исследования на новый уровень. Всё же, должен отметить, что огромное количество приведенных коэффициентов корреляции довольно низки по своим значениям, чаще всего и вовсе ниже 30%, что ставит под сомнение грандиозность сделанных выводов. Опять же прикладное значение данных таблиц минимальное, разве что статистическое подтверждение небольших теоретических выводов.

Отдельного внимания заслуживает таблица, представляющая собой хит-парад компаний, которые инвесторы стараются избегать при принятии инвестиционных решений, даже если они сулят большие прибыли. Среди таковых оказались компании, эксплуатирующие детский труд, разрушающие окружающую среду, табачные компании, оружейные компании, игорный бизнес и алкоголь. Ключевым открытием главы является тот факт, что наша система ценностей влияет на принимаемые нами инвестиционные решения. Напомню, этот факт является лейтмотивом на протяжении всей книги, что подтверждается всё новыми и новыми данными.

Главы 9 и 10 является концентрацией размазанных по всей книге ключевых выводов и борьбой с аргументом, что мелкий инвестор – *homo economicus*. Ведь если бы мы были ориентированы на максимизацию прибыли, то, по мнению автора, мы бы постоянно покупали и продавали акции. Но это не так – зачастую инвесторы собираются держать их довольно долго.

Итак, основой книги являются результаты трёх основных элементов исследования – ценности акционеров, их предпочтения относительно качеств директоров и вопросы корпоративной ответственности, за которой они будут следить после инвестирования. Каждый из них происходил в два этапа: глубинное интервью и массовое анкетирование. Поэтому отличительной особенностью исследования автора можно назвать дополнение качественного метода исследования количественным.

Описание результатов сопровождается прямым цитированием комментариев респондентов, что делает материал книги живым и позволяет вам составить собственное впечатление о проблеме, помимо выводов, предложенных автором. Более того, количественный метод исследования позволил автору статистически манипулировать с полученными данными, что расширяет палитру доказательств тех или иных результатов и подтверждает качество проведенного исследования.

При этом ключевыми выводами исследования можно назвать следующие:

- 1) наша система ценностей влияет на наши инвестиционные решения;
- 2) инвестор не *homo economicus* и придерживается не только самоориентированной системы ценностей, но и общественноориентированной;
- 3) инвестор проецирует свою систему ценностей на свои ожидания относительно качеств директоров компании и их практики социальной ответственности;

Таким образом, хоть именно такая ценность как комфортная жизнь и побуждает нас инвестировать, чтобы обеспечить себе финансовую независимость, но когда мы начинаем выбирать конкретные компании, в которые хотим инвестировать, мы ориентируются на обществоориентированные ценности – защита окружающей среды, честность, мир во всем мире и пр.

Однако главным результатом книги стоит считать не эти доступные рядовому обывателю выводы, а приложения к ключевым выводам – списки наиболее значимых пунктов систем ценностей инвестора, списка качеств директоров и вопросов социальной ответственности компании. Не общие слова о важности социальной ответственности и внутренней мотивации, а конкретизация данных понятий. Не стоит отбрасывать в сторону и мощную теоретическую базу исследования и серьезную сравнительную характеристику ключевых теорий по теме.

Автор считает, что его исследование имеет обширное прикладное значение для менеджмента компаний и финансовых отраслей. Например, ценностная матрица позволит более детально понять нужды инвесторов, а список наиболее значимых характеристик директоров позволит подбирать наиболее успешных директоров. Но помимо маркетинга, использование результатов исследования в других сферах выглядит очень сомнительным. Тем не менее, изучение проблемы не с позиции руководителей, а именно с позиции мелких акционеров, делает книгу интересной, живой, а сам подход может претендовать на свежую концепцию в корпоративном управлении.