

# ЕФЕКТИВНІСТЬ НА РИНКУ ФІНАНСОВИХ КОНСУЛЬТАЦІЙНИХ ПОСЛУГ ДЛЯ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРУ\*

ШОН ГАРГРЕЙВЗ-ГІП<sup>а</sup>, ОЛЕКСАНДР ТАЛАВЕРА<sup>б</sup>

<sup>а</sup>Королівський коледж Лондона  
Email: [s.hargreavesheap@kcl.ac.uk](mailto:s.hargreavesheap@kcl.ac.uk)

<sup>б</sup>Автор – контактна особа,  
Університет Бірмінгема  
Email: [o.talavera@bham.ac.uk](mailto:o.talavera@bham.ac.uk)

## Анотація

Наскільки рішення компанії стосовно звільнення чи наймання їхніх консультантів сприяють підвищенню ефективності на ринку ділових консультативних послуг? Шукаючи відповідь на це питання, автори використовують показник фіксованих ефектів для оцінки якості роботи консультанта і доходять висновку, що немає жодного точного показника продуктивності, який впливає на рішення щодо звільнення і наймання. Виявлено, що згідно з емпіричними методами оцінювання продуктивності консультантів фірми частіше відмовляються від послуг “поганих” і “нейтральних” консультантів, ніж від “хороших”. На жаль, користуючись тими самими емпіричними методами оцінювання, компанії не беруть на роботу більше “хороших” нових консультантів, ніж очікується за умов випадкового відбору. У результаті нового наймання підвищення рівня якості роботи консультантів спостерігається менш як щодо 10% звільнень. Іншими словами, в переважній більшості випадків заміна консультантів на ринку не приносить жодної користі. У статті пропонується можливе пояснення асиметрії впливу продуктивності консультанта на рішення фірм щодо звільнення і нового наймання: це залежить від того, які консультанти організують соціальні та ділові заходи, на які вони запрошують клієнтів.

**Класифікація JEL:** G30, G39

**Ключові слова:** консультація з фінансових питань, продуктивність (performance)

## 1. ВСТУП

Чи замінюють компанії консультантів із поганою продуктивністю на кращих? Це ключове для нашої статті питання заслуговує на увагу з двох пов'язаних між собою причин. По-перше, даний тип змін украй важливий для будь-якого ринку. Звичайно, інші способи поведінки також впливають на ефективність, але якщо покупці не реагують на відмінності у продуктивності постачальників – для постачальників, які погано виконують свою роботу, немає жодних стимулів працювати краще або виходити з ринку, щоб компанії таким чином перерозподілилися серед кращих консультантів. Саме з цієї причини рішення покупців про зміну консультанта останнім часом привертають увагу в інших контекстах

(див. Giuliatti et al., 2005; та Waddams and Zhu, 2016; щодо останніх досліджень змін консультантів споживачами на роздрібному ринку енергоносіїв). По-друге, якщо покупці не змінюють консультанта, зв'язок між продуктивністю роботи фінансових консультантів та їхніми доходами слабшає. Denton (1985), наприклад, запропонував одну з перших моделей, у якій покупці не винагороджують високу продуктивність своїх консультантів. Із часом це призводить до збільшення ціни на консультаційні послуги без підвищення їхньої якості.

Уже давно зрозуміло: щодо інформаційних ринків, зокрема ринку консультативних послуг, важко стверджувати, що ринок сприяє підвищенню ефективності. Про якість консультації можна дізнатися

\* Застосовується стандартна відмова від відповідальності.

з упевненістю (якщо це взагалі можливо) лише після того, як хтось почав відповідно діяти, коли вже занадто пізно впливати на початкове рішення (Arrow, 1963). Звичайно, репутація може допомогти, але вона теж залежить від того, чи зможуть учасники ринку визначити консультації, які зарекомендували себе як хороші, погані або нейтральні. Це не завжди можливо, оскільки результати можуть залежати від удачі так само, як і від кваліфікованої консультації, та іноді припущення щодо результату, отриманого без консультації, нечітко визначене.

Із цих причин можна припустити, що ринок ділових консультацій буде, ймовірно, менш ефективним, ніж інші неінформаційні ринки, а прибутки приписуватимуть, швидше, удачі, ніж професійній майстерності. Така думка може допомогти пояснити, чому прибутки інвестиційних банкірів (які частково залежать від фінансових консультацій) викликають сумніви: високі прибутки, котрі є результатом професійної майстерності, зазвичай сприймаються як легітимні, тоді як прибутки, пов'язані з удачею, – ні (Balafoutas et al., 2013). Водночас компанії можуть упоратися із цими труднощами краще, ніж фізичні особи. Компанії спроможні виділити більше ресурсів на оцінку репутації консультанта, ніж фізичні особи, і, швидше за все, діятимуть згідно з такою оцінкою. Це свідчить про ефективніше функціонування ринку консультаційних послуг, а також про те, що доходи консультантів пов'язані з продуктивністю. У статті ми ретельно аналізуємо ці два суперечливих аргументи і вивчаємо відповідні докази.

Зазвичай компанії наймають фінансових консультантів у двох випадках: для надання загального комплексу послуг протягом тривалого часу, а також для надання конкретної послуги, пов'язаної з певною корпоративною дією (наприклад, первинним публічним розміщенням акцій (IPO) або андеррайтингом). Дослідження щодо вибору консультантів для конкретних завдань проводилися, але нам не відомі дослідження щодо поведінки компаній стосовно загальних фінансових консультацій. Тож метою нашої праці є усунення цієї прогалини в літературі. Зазначена прогалина помітна, тому що існує ринок загальних фінансових консультаційних послуг, при цьому результати досліджень із вибору фінансових консультантів для конкретних завдань є неоднозначними. Одним із можливих пояснень цього є те, що ці рішення пов'язані з продуктивністю роботи консультанта в різних сферах послуг, а не лише з виконанням одного завдання. Krigman et al. (2001) знаходять докази того, що на рішення щодо зміни консультанта з андеррайтингу впливає перспектива отримання доступу до ширшого кола консультаційних послуг. Це не дивно (адже консультанти, як правило, мають професійні знання в галузі та можуть надавати консультації в різних сферах діяльності), але означає, що вибір консультанта для конкретного завдання, швидше за все, залежить від загальної продуктивності консультанта, а не просто у сфері андеррайтингу.

Krigman et al. (2001) також майже не виявляють систематичних доказів того, що нещодавня недостатня продуктивність консультанта впливає на рішення фірм щодо його зміни. Likewise et al. (2010) у своєму дослідженні маневрової поведінки стверджують, що рішення залишити/змінити консультанта у випадку,

коли банки зливаються, значною мірою зумовлено ширшими міркуваннями – у тому числі прагненням фірми уникнути можливого витоку інформації, якщо послугами андерайтера користуватимуться інші фірми сектору. Проте Krigman et al. (2001) вважають актуальною перспективу переходу до консультанта з кращою репутацією. Те, що репутація важливіша за продуктивність у виконанні конкретного завдання, може видатися дивним, але це узгоджується з доказами такого взаємозв'язку (поза контекстом зміни). Наприклад, якщо перші дослідження консультацій у банківській сфері щодо IPO зазвичай виявляли, що авторитетні банки встановлюють нижчі за собівартість ціни на нові пропозиції не так часто, як менш авторитетні банки (див. Logue, 1973; і Neuberger and Hammond, 1974), то автори пізніших досліджень (наприклад, Chemmanur and Krishnan, 2012) виявляють, що авторитетні компанії схиляються до встановлення ціни, яка не відповідає внутрішній вартості. У нещодавніх дослідженнях послуг із сертифікації для високодохідних облігацій автори доходять аналогічного негативного висновку стосовно сигналу, який подає репутація, оскільки здається, що авторитетні андерайтери частіше асоціюються зі зниженням рейтингу і ризиками дефолту (Andres et al., 2014). Очевидно, це визнається покупцями облігацій, унаслідок чого емітенти фактично платять за відносно неякісну послугу андерайтера. Проте існує і протилежне свідчення щодо сертифікації (Fang, 2005). Так само в дослідженнях консультацій із питань злиття та поглинання деякі автори виявляють, що використання авторитетніших банків дає вищі прибутки (наприклад, Kale et al., 2003); інші дослідники виявляють протилежне (наприклад, Michel et al., 1991).

Брак чіткого взаємозв'язку між репутацією та продуктивністю в процесі виконання конкретного завдання не дивує, якщо репутація залежить від продуктивності виконання багатьох, а не окремого конкретного завдання. Якщо це було так і репутація насправді мала значення у випадку зміни консультанта, ми мали б установити, що рішення про зміну пов'язані із загальною продуктивністю. Саме це ми досліджуємо стосовно вибору фінансового консультанта із загальних питань.

Тут перед нами постає складне завдання: як визначити загальну якість фінансових консультантів? Відомо, що якість легше визначати, якщо зосередитися на аналізі конкретних дій. Наприклад, якість консультацій з андеррайтингу опосередковано може бути визначена завдяки встановленню андерайтером ціни, нижчої від собівартості. Показник якості на основі ціни використовували також Waddams and Zhu (2016) у своєму дослідженні зміни консультантів споживачами на роздрібних ринках енергоносіїв, оскільки у випадку гомогенізованого продукту ціна є простою ознакою якості пропозиції постачальника. На жаль, не існує явного показника якості на основі ціни для загальних консультаційних послуг. Тому нам довелося обрати інший підхід. Ми дотримуємося методу фіксованих ефектів Bertrand and Shoar (2003) у кількісній оцінці продуктивності менеджера під час визначення продуктивності роботи консультанта; інакше кажучи, визначаємо продуктивність фінансових консультантів за їхнім внеском фіксованих ефектів у продуктивність бізнесу.

У дослідженні, найбільш наближеному до нашого, Bao and Edman (2011) використовували той самий

метод фіксованих ефектів для визначення внеску консультанта у злиття та поглинання компаній. Вони виявили суттєві відмінності у внеску консультантів і визначили, що такі відмінності, як правило, зберігаються. Ефект збереження, як стверджують автори, свідчить про наявність певної неефективності; якби клієнти компаній шукали вищу продуктивність, це мало б розмити ефект збереження (як це спостерігається на ринку роздрібних фондів спільного інвестування). Але вони безпосередньо не вивчають, чи впливають ці показники продуктивності на рішення компаній стосовно зміни консультанта. У даній статті це питання розглядається із застосуванням показника фіксованих ефектів продуктивності консультанта широкого профілю. Ми також розглядаємо, чи підвищують компанії свою ефективність, коли вони змінюють консультантів відповідно до продуктивності їхньої роботи; тобто чи відбувається зміна “поганих” консультантів на “хороших”?

У наступному розділі ми представляємо наші дані стосовно вибору консультанта, а в розділі 3 пояснюємо, як будемо показники продуктивності консультанта. Дані щодо вибору консультанта отримано зі звітів компаній. Наш підхід до побудови показників суб’єктивної продуктивності роботи консультанта свідомо еkleктичний. Ми формуємо діапазон можливих показників продуктивності, щоб уникнути залежності від конкретного і, можливо, сумнівного показника суб’єктивної продуктивності. Робимо це за допомогою допустимої варіабельності у трьох вимірах. По-перше, оскільки існують різноманітні показники продуктивності компанії, ми будемо декілька показників продуктивності консультанта, використовуючи метод Bertrand and Shoar: один для кожного можливого показника продуктивності компанії. По-друге, допускаємо можливість того, що компанії можуть оцінювати внесок консультанта, або використовуючи його внесок в абсолютну продуктивність компанії, або, можливо (як результат референтної залежності), за його внеском у зміну продуктивності компанії. Нарешті, ми розглянемо кілька можливих зв’язків між фактичною продуктивністю консультанта й очікуваною або суб’єктивною продуктивністю: очікування можуть формуватися адаптивно, раціонально або з використанням простої евристики.

У розділі 4 розглядається питання про те, чи зміна консультанта чулива до цих показників продуктивності консультанта. У дослідженні ми припускаємо інші види можливих впливів на цей вибір. Наприклад, власна продуктивність компанії може мати значення тому, що вона може спонукати компанії як до запровадження низки змін, так і до зміни консультанта, тоді як відповідні моделі найкраще пояснюють вибір консультанта (див. Fernando et al., 2005). Аналогічно кількість інших компаній, що використовують конкретного консультанта, може вплинути на його суб’єктивну бажаність. Це зумовлюється не лише причинами, викладеними в Asker and Ljunquist (2010) стосовно витоку інформації, а й причинами, пов’язаними з аргументами щодо того, що соціальні впливи, наприклад, “ефект стадності”, можуть відігравати певну роль в оцінці консультації і висновків, у результаті чого приватна інформація оцінюється неадекватно (див. DeMarzo et al., 2003). Існують також певні експериментальні докази того, що готовність платити за консультацію спотворюється внаслідок упередження на користь консультації подібних собі і що надмірна вага надається цьому типу консультацій у процесі зважування

складних рішень (див. Nyarko et al., 2006; а також Gino and Moore, 2007).

У розділі 5 обговорюються результати. Ми зазначаємо, що існують істотні відмінності в наших показниках фіксованих ефектів консультанта, і ці відмінності в показниках продуктивності консультанта зберігаються з часом. Існують також певні докази того, що звільнення консультантів пов’язані з їхньою продуктивністю, коли ми використовуємо просту евристику для формування очікувань. Крім того, здається, що кількість клієнтів консультанта також впливає (обернена залежність) на ймовірність зміни консультанта. Це може бути викликано соціологічними або економічними причинами. Існують певні докази, які підтверджують останню інтерпретацію, оскільки здається, що майбутня продуктивність консультанта прямо пропорційна поточній кількості клієнтів. Проте важко узгодити цю інтерпретацію з даними про консультантів, до яких переходять компанії. Немає жодних доказів того, що вони переходять до консультантів із більшою кількістю клієнтів, як можна було б очікувати, якби компанії розуміли економічний взаємозв’язок між поточною кількістю клієнтів і майбутньою продуктивністю консультанта. Насправді компаніям важко передбачити якість роботи їхнього нового консультанта, до якого вони переходять. Згідно з нашою вибіркою звільнення попереднього консультанта і наймання нового поліпшує якість роботи консультанта компанії менш ніж у 10% випадків звільнень.

У розділі 6 наведено висновки.

## 2. ДАНІ ЩОДО НАЙМАННЯ КОНСУЛЬТАНТІВ І ЇХНЬОЇ ПРОДУКТИВНОСТІ

Наші дані отримано з двох джерел. Фінансова інформація отримана з бази даних компанії Extel Financial. Це повна база даних, яка містить ключову інформацію про фінансову звітність великої кількості країн та галузей. Наша початкова вибірка охоплює близько 5 000 компаній, зареєстрованих в Об’єднаному Королівстві у 1998–2008 роках. Дані про наймання консультантів отримані вручну з Корпоративного реєстру, який містить основну інформацію про компанії, включаючи ринкову капіталізацію, власників, інформацію про керівництво, банки та консультаційні компанії. Ця інформація була надана самими компаніями. На жаль, протягом 11-річного періоду видаєць Корпоративного реєстру кілька разів змінювався, тож перелік компаній неупорядкований. Хоча обидва постачальники баз даних стверджують, що охоплюють особистий склад компаній, менше ніж 50% даних щодо компаній дублюються. Тим не менше нам вдається пов’язати близько 2 000 спостережень щодо консультантів із фінансовою інформацією про компанії, які вони консультують.

Далі ми застосовуємо кілька критеріїв відбору. По-перше, виключаємо компанії з трьома або меншою кількістю консультантів. По-друге, виключаємо фінансових консультантів, якщо кількість пов’язаних із ними компаній менша десяти за рік, тому що це може зменшити “шум” під час вимірювання фіксованих ефектів. По-третє, іноді компанії повідомляють про більш як одного афілійованого консультанта – такі компанії ми також не враховували. Нарешті, щоб

зменшити потенційну проблему з викидами значень, ми класифікуємо як відсутній верхній і нижній 1% усіх специфічних показників компанії. Оскільки наш набір даних значною мірою незбалансований, наша оцінна вибірка містить близько 5 900 фірмо-років стосовно 1 145 фірм. Ми вважаємо, що суттєве зменшення оцінної вибірки повністю пов'язане з даними про недоступність і може вважатися екзогенним.

У таблиці В1 (додаток В) узагальнено змінні, що використовувалися під час аналізу, і подано описову статистику.

### 3. ВПЛИВ КОНСУЛЬТАНТА

Щоб визначити відносний внесок різних консультантів у результати діяльності компанії у будь-якому році, ми керуємося працею Bao and Edman (2011), адаптуючи метод Bertrand and Shoar (2003) для оцінювання впливу окремих менеджерів на політику та продуктивність компанії. Оцінюємо внесок фіксованих ефектів консультанта у продуктивність (або у зміну продуктивності) компанії, які він консультує в даному році, контролюючи інші визначники успіху компанії. Із цієї метою нашими засобами контролю за іншими можливими визначниками діяльності фірми є вектор  $X_{i,t-1}$ , що включає в себе значення з лагом відношення боргу до активів ( $Leverage_{i,t-1}$ ) і логарифм сукупних активів ( $Log(TA)_{i,t-1}$ ) як пояснювальні змінні у регресії. Вони зазвичай розглядаються як визначники діяльності компанії (e. g. see Mehran, 1995). Ця інформація про компанію також загальнодоступна для учасників ринку. Нас цікавить суб'єктивний внесок консультантів, тож ця процедура може правдоподібно відобразити, як учасники ринку формують такі судження.

Оскільки існує низка можливих показників діяльності компанії і немає очевидних причин надавати перевагу якомусь із них, ми використовуємо п'ять показників діяльності компанії: рентабельність капіталу (ROE), рентабельність активів (ROA), рентабельність продажів (ROS), коефіцієнт відношення операційного прибутку до сукупних активів та коефіцієнт Q Тобіна. З аналогічних причин інклюзивності також допускаємо два можливих показники внеску консультантів: внесок в абсолютну продуктивність компанії, яку вони консультують, та у зміну продуктивності їхніх компаній, як бачимо з наведених нижче формул (1) і (2). Це пояснюється тим, що можна стверджувати: судження стосовно продуктивності повинні залежати від еталона (у сенсі Kahneman, 2013), у результаті чого зміни є вагомішими, ніж абсолютні рівні.

$$Performance_{it} = \alpha_1 + \Omega_{it}\beta + X_{i,t-1}\delta_1 + \epsilon_{1ti}, \quad (1)$$

$$\Delta Performance_{it} = \alpha_2 + \Omega_{it}\gamma + X_{i,t-1}\delta_2 + \epsilon_{2i}. \quad (2)$$

У формулі (1) фіксований ефект – це показник внеску консультанта у продуктивність його компанії у відповідному році. Ми називаємо його Measure 1. У другій формулі фіксований ефект – це показник внеску консультанта у зміну продуктивності його компанії у відповідному році. Називаємо його Measure 2. Щоб уникнути колінеарності, обмежуємо:  $\sum_{at} \beta_{at} = \sum_{at} \gamma_{at} = 0$ , у результаті чого  $\beta_{at}$  і  $\gamma_{at}$  вимірюють фіксований ефект  $\alpha$  консультанта в році  $t$  як відхилення від середнього. Обидва набори крос-секційних регресій у річному обчисленні розраховуються за допомогою OLS із робастними стандартними помилками.

У таблиці В2 (додаток В) подано розрахунки за допомогою формул (1) і (2). У кожному рядку наведено розрахунки для крос-секційної регресії для даного року із діапазону 1998–2008 років. У колонках (2) і (3) показано скоригований  $R^2$  з фіксованими ефектами консультантів і F-тести для спільної значущості фіксованих ефектів консультантів. Крім того, у колонці (1) наводимо також еталонну специфікацію без будь-яких ефектів консультантів. У таблиці В2 наведено п'ять панелей, які відповідають п'яти показникам продуктивності, а саме: ROA, ROE, коефіцієнт відношення операційного доходу до сукупних активів, ROS і коефіцієнт Q Тобіна.

Фактично дані, наведені в таблиці В2, свідчать про важливість фіксованих ефектів консультантів. Як правило, вони є статистично значущими незалежно від того, який із п'яти фінансових показників використовується (тобто в усіх п'яти панелях) і в абсолютному рівні рівнянь продуктивності, і в змінах у них. Помітно, що ми досягли гарних результатів у пристосованості статистичної моделі для більшості крос-секційних оцінок. Крім того, р-значення F-тесту в тесті спільної значущості невеликі і дають змогу відхилити нульову гіпотезу щодо того, що фіксовані ефекти консультанта дорівнюють нулю у 103 зі 110 регресій. Розмір коефіцієнтів фіксованого ефекту також виявився б економічно значущим. Щоб побачити це, наносимо на графік А1 (додаток А) різницю в продуктивності компанії, пов'язану з наявністю консультанта, у верхньому квартилі порівняно з відповідним значенням у нижньому квартилі кожного року. За кожний рік ця різниця дорівнює середній значущості компаній у тому році.

Тепер ми перевіряємо, чи ці ідентифіковані показники продуктивності консультанта є випадковими величинами, аналізуючи, чи можуть вони бути описані авторегресійним процесом. У цих регресіях урахуємо можливість того, що поточна кількість консультантів компанії, а також поточна продуктивність консультанта можуть допомогти у прогнозуванні майбутньої продуктивності цього консультанта. Регресії наведено в таблиці В3 (додаток В).

З наведених регресій бачимо, що і Measure 1, і Measure 2 не є випадковими величинами (тобто не можна сказати, що просто "так випали кості") і знання поточної продуктивності консультанта буде корисним для прогнозування майбутньої продуктивності для обох показників. Ми також зазначаємо, що кількість обслуговуваних компаній також зазвичай є корисною прогнозною характеристикою ефективності роботи консультанта.

Важливою є авторегресійна структура показника продуктивності нашого консультанта. Це означає, що простий механізм адаптивного очікування у проектуванні власної поточної продуктивності консультанта в майбутньому буде кращим, ніж у випадку, коли припустимо, що власна майбутня продуктивність консультанта була випадковою величиною. Із цієї причини в наступному розділі використовуємо попередню власну продуктивність консультанта для прогнозування його поточної власної продуктивності в умовах адаптивних очікувань.

Ми також розглядаємо можливість того, що компанії використовують звичайне загальне правило, аби скласти судження стосовно консультанта. Враховуючи труднощі



з оцінюванням якості роботи консультанта і докази того, що люди в таких умовах часто використовують прості поведінкові правила, це неправдоподібно. За одним із таких правил, спочатку в цілому розрізняють консультантів, спираючись на те, вищі чи нижчі від середнього значення їхні показники якості в будь-якому році, а потім оцінюють якість роботи консультанта таким чином: консультанти вважаються “хорошими”, якщо їхні показники були вищими від середнього рівня за останні два роки, “поганими”, якщо вони були нижчими від середнього рівня за останні два роки, і “нейтральними”, якщо їхні показники коливаються між цими значеннями. Це, звичайно, переконливо. Перевага такого (хай і недосконалого) підходу полягає в тому, що він дає змогу визнати: i) компанії можуть оцінити в загальних рисах відмінності між консультантами, а не точні деталі цих відмінностей, які є результатом наших фіксованих ефектів, та ii) враховуючи випадковий елемент у продуктивності, корисною є лише сталість продуктивності консультанта. Ми називаємо ці “спрощені” показники суб’єктивної продуктивності консультанта SMeasure 1 і SMeasure 2. У таблиці B4 (додаток B) наведено розподіл консультантів відповідно до цього простішого показника продуктивності.

#### 4. ВИЗНАЧНИКИ ЗМІНИ КОНСУЛЬТАНТА І ЇЇ ВПЛИВ НА ЯКІСТЬ РОБОТИ КОНСУЛЬТАНТА

У цьому розділі ми розглядаємо два питання: i) чи змінювати консультанта і ii) якщо відбувається звільнення та приймається рішення про нове наймання, то які фактори впливають на кожне рішення? Особливо нас цікавить, чи продуктивність консультанта відіграє роль у прийнятті зазначених рішень такою мірою, щоб вони сприяли підвищенню ефективності на ринку ділових фінансових консультаційних послуг.

Із цієї метою після обговорення наприкінці останнього розділу ми спочатку розглядаємо питання, чи впливає продуктивність консультанта компанії в попередній період на ймовірність того, що фірма  $i$  змінює свого консультанта в поточному періоді (для консультанта  $j = \beta_{j,t-1}$  для Measure 1 і  $\gamma_{j,t-1}$  для Measure 2). На додачу до продуктивності консультантів маємо продуктивність із лагом самої компанії ( $Performance_{i,t-1}$ ) як можливий визначник рішення про зміну і кількість інших компаній, які використовували того самого консультанта в попередньому періоді ( $N_{j,t-1}$ ); також маємо показник розміру компанії за натуральним логарифмом сукупних активів із лагом. Таким чином, ми розраховуємо варіанти рівнянь (3) і (4).

$$Prob(Switch_{it} = 1) = \Lambda(\alpha_3 + v_3 Performance_{i,t-1} + \mu_3 \hat{\beta}_{j,t-1} + \eta_3 N_{j,t-1} + \omega_3 \log(TA)_{i,t-1} + \epsilon_{3i}), \quad (3)$$

$$Prob(Switch_{it} = 1) = \Lambda(\alpha_4 + v_4 Performance_{i,t-1} + \mu_4 \hat{\gamma}_{j,t-1} + \eta_4 N_{j,t-1} + \omega_4 \log(TA)_{i,t-1} + \epsilon_{4i}). \quad (4)$$

Рівняння (5) і (6) замінюють простіші показники продуктивності консультанта в цих рівняннях, тобто замість  $\beta_{j,t-1}$  і  $\gamma_{j,t-1}$  маємо фіктивні змінні, які набувають значення 1, коли консультант був або “хорошим”, або “поганим” у попередньому періоді часу відповідно до  $\beta_{j,t-1}$  та  $\gamma_{j,t-1}$ .

$$Prob(Switch_{it} = 1) = \Lambda(\alpha_5 + v_5 Performance_{i,t-1} + \mu_5 GOOD_{j,t-1}^{\beta} + \zeta_5 BAD_{j,t-1}^{\beta} + \eta_5 N_{j,t-1} + \omega_5 \log(TA)_{i,t-1} + \epsilon_{5i}), \quad (5)$$

$$Prob(Switch_{it} = 1) = \Lambda(\alpha_6 + v_6 Performance_{i,t-1} + \mu_6 GOOD_{j,t-1}^{\gamma} + \zeta_6 BAD_{j,t-1}^{\gamma} + \eta_6 N_{j,t-1} + \omega_6 \log(TA)_{i,t-1} + \epsilon_{6i}). \quad (6)$$

У таблиці B5 (додаток B) надано розв’язки рівнянь (3) (панель A) і (5) (панель B), тобто ті, що базуються на Measure 1 і SMeasure 1. Кожна колонка стосується одного з п’яти показників фінансової діяльності компанії. У таблиці B6 (додаток B) наведено розв’язки рівнянь (4) (панель A) і (6) (панель B), тобто ті, що базуються на Measure 2 і SMeasure 2.

Як бачимо із цих таблиць, продуктивність консультанта є суттєвою лише для визначення ймовірності його зміни у рівнянні 5 (тобто коли використовуємо SMeasure 1). Єдиний показник продуктивності консультанта, який впливає (обернено) на ймовірність його зміни, – це те, чи вважався консультант “хорошим” згідно з нашим простим правилом у попередній період на основі того, що його продуктивність перевищувала середнє значення за попередні два роки. Отже, компанії, як правило, схильються до того, щоб продовжувати працювати з “хорошим” консультантом, але ймовірність того, що вони звільнять “поганого” консультанта, не більша за ймовірність того, що звільнять “нейтрального”. Власна продуктивність компанії чинить слабкий вплив на ймовірність зміни консультанта (чим вища продуктивність у минулому, тим менша ймовірність зміни). Нарешті, видається, що зростання кількості клієнтів консультанта також завжди приводить до зменшення ймовірності його зміни.

Тепер, після розгляду питання про звільнення, повертаємося до розгляду рішення стосовно наймання нових консультантів. Оскільки ми виявили, що простий евристичний показник продуктивності консультанта, схоже, впливає на рішення про звільнення, зосередимося надалі на цьому показнику продуктивності консультанта. Ми розглядаємо у панелі A таблиці B7 (додаток B), чи приводить зміна до підвищення продуктивності консультанта і чи відрізняється ця зміна від очікуваної у випадку, якщо б вибір нового консультанта був випадковим (враховуючи розподіл консультантів між цими типами, наведеними в таблиці B4).

Ми не знаходимо тут жодних доказів того, що вибір нового консультанта компанії з більшою ймовірністю поліпшить якість роботи консультантів, ніж це можна було б очікувати за умов випадкового відбору. До того ж існує значна кількість виборів, які на практиці не впливають на продуктивність консультантів (тобто вона залишається в тій самій категорії, що й раніше). Можливо, це не дивно, зважаючи на такий результат, але також немає жодних доказів того, що зміна консультанта допоможе спрямувати фірму до популярнішого консультанта.

Нарешті, у панелі B таблиці B7 наводимо дані стосовно того, чи компанії, які змінюють консультанта, як група працюють краще в період зміни, ніж ті, що не змінюють консультанта. Гадаємо, що ні.

## 5. ОБГОВОРЕННЯ

Якість роботи консультанта визначити нелегко. Це проблема як для компаній, так і для дослідників, які вивчають питання, наскільки рішення компанії стосовно консультанта сприяють підвищенню ефективності на ринку консультаційних послуг. Ми вирішили розв'язати дану проблему, генеруючи різні можливі показники продуктивності консультанта. По суті, є два набори показників. Один із них точний і передбачає, що компанії можуть скористатися відповідною інформацією щодо низки показників продуктивності компанії, аби визначити внесок, зроблений консультантом. Другим передбачено, що фірми можуть висловити загальне судження стосовно того, наскільки показники консультантів вищі або нижчі від середнього значення в будь-якому одному році. На основі цих суджень компанії використовують прості емпіричні методи прогнозування базової якості роботи консультанта. Стосовно обох типів показників ми припускаємо, що судження базуються на абсолютній продуктивності компанії і (щоб урахувати можливість того, що ці судження можуть бути залежними) на зміні її продуктивності. Звичайно, усі ці показники залежать від стратегії використання фіксованих ефектів для відображення внеску консультантів у продуктивність компанії. Це було використано в інших контекстах. Тим не менше це може закінчитися невдачею. Можуть існувати не включені в дослідження змінні, які пояснюють і продуктивність компанії, і вибір консультанта. На захист стратегії нами включено змінні, котрі є стандартними у рівняннях щодо продуктивності компанії.

Ми не знаходимо жодних доказів того, що рішення компанії стосовно зміни консультанта пов'язане з будь-якими нашими точними показниками фіксованих ефектів очікуваної продуктивності компанії. Цей висновок не залежить від нашого припущення щодо того, формують компанії очікування адаптивно чи раціонально, зосереджуються вони на внеску консультанта в абсолютну продуктивність компанії чи в зміни у продуктивності компанії. Однак ми знаходимо свідчення того, що якщо компанії використовують просте емпіричне правило оцінки продуктивності консультанта, даний показник очікуваної продуктивності впливає на рішення щодо звільнення. Це справджується для всіх регресій, у яких продуктивність роботи консультанта базується на цьому правилі, коли воно застосовується до абсолютної продуктивності компанії. Беручи до уваги труднощі з виокремлення впливу консультанта з-поміж низки інших факторів, що впливають на продуктивність компанії, було б не дивно, якби компанії скористалися таким простим емпіричним правилом. Звичайно, існує багато таких правил, але завдяки нашому можна чітко розрізнити, вище чи нижче від середнього значення в будь-якому році знаходяться показники якості роботи консультантів. Завдяки цьому правилу також можна легко встановити взаємозв'язок між продуктивністю фірми та якістю роботи консультанта.

Якщо докази на основі показників емпіричного правила приймаються, то здається, що рішення компаній щодо звільнення сприяють підвищенню ефективності, хоча це припущення виглядає й непереконливо. Такі рішення сприяють підвищенню ефективності, оскільки ми знаходимо докази: якщо консультант оцінюється з використанням цього правила як "хороший", то існує менша ймовірність того, що компанія звільнить його.

Проте якщо компанія має "поганого" консультанта, це не збільшує його шанси на звільнення. Таким чином, спостерігається тенденція до того, що рішення про звільнення сприяє підвищенню ефективності за цим показником, але така тенденція дуже слабка, оскільки не існує очевидних відмінностей між "поганими" та "нейтральними" консультантами. Це суперечить доказам щодо вибору компанією андеррайтерів, які видаються не пов'язаними з успіхами у сфері андеррайтингу (е. g. Asker and Ljunquist, 2010; Krigman et al., 2001). Цілоком можливо, що наш вагомий результат у цьому відношенні пояснюється тим, що ми використовуємо загальний показник продуктивності консультанта (а не вузький показник успіху у сфері андеррайтингу), а компанії обирають консультанта для виконання низки завдань і тому зацікавлені в більш загальних показниках продуктивності (як запропоновано Krigman et al., 2001).

Незалежно від того, використовуємо для оцінки продуктивності точні показники чи емпіричні правила, ми завжди виявляємо, що більша кількість клієнтів консультанта зменшує ймовірність його звільнення. Отже, це є робастною характеристикою нашого набору даних. Це може бути викликано соціологічними/психологічними або економічними причинами. Представники великого бізнесу можуть припускати, наприклад, що якщо інші представники їхньої соціальної мережі активно користуються послугами консультанта, то такий консультант цілком прийнятний. Цифри надають своєрідне когнітивне підтвердження того, що не варто турбуватися. Крім того, оскільки ми робимо висновок, що поточна кількість клієнтів справді допомагає передбачити майбутню продуктивність консультанта, компанії з економічних причин можуть бути менш схильними наймати консультанта, в якого мало клієнтів. Позитивний вплив більшої кількості клієнтів на майбутню продуктивність наводить на думку про наявність ефектів масштабу. Вони, ймовірно, виникають у зв'язку з тим, що набуття знань у сфері економіки і фінансового сектору (а це ключова вартість у наданні фінансової консультації) значною мірою є фіксованою вартістю.

Проте у світлі наших даних стосовно нових наймань важко підтримувати цю економічну інтерпретацію чутливості звільнень до кількості клієнтів. Немає жодних доказів того, що компанії переходять до консультантів, які мають більшу кількість клієнтів, як можна було б очікувати, якби компанії зрозуміли роль кількості клієнтів у впливі на продуктивність консультанта. Однак існує просте пояснення того, як може виникнути подібна ситуація (для пояснення як з економічної, так і з соціальної та психологічної точок зору). Консультанти часто організують або спонсорують ділові чи спортивні заходи, на які запрошують своїх клієнтів. У результаті відвідання таких заходів клієнти отримують інформацію про кількість клієнтів їхнього консультанта, але це, звичайно, не дає ніякої інформації про кількість клієнтів у інших консультантів. Не дивно, що за таких обставин вибір нового консультанта більше нагадує жеребкування з пулу консультантів.

Це узгоджується з нашим остаточним висновком. Коли компанії змінюють консультанта, вони лише незначним чином поліпшують якість роботи консультанта за будь-яким показником його продуктивності. Це може вдатися трохи дивним, урахувавши чутливість рішення стосовно звільнення до продуктивності консультанта,

якщо судити за емпіричним правилом. Але, знову ж таки, якщо знання стосовно якості роботи консультанта багато в чому залежить від досвіду компанії (тобто в основному воно локальне з причин, які тепер включають соціальні мережі, пов'язані з консультантами), то вона буде набагато краще поінформована про якість роботи свого нинішнього консультанта, ніж про якість роботи будь-якого іншого перспективного консультанта.

Одним зі способів представлення цих результатів у перспективі є розгляд кількісного співвідношення змін консультантів, які підвищують продуктивність роботи консультанта, що оцінюється за показником емпіричного правила. У нашій вибірці – 459 змін консультантів (12.5% вибірки). Кількість компаній, котрі мають “хорошого” консультанта, збільшується на 43, тоді як кількість тих, що мають “поганого”, – теж зростає, хоча й менше – на 12. Чиста кількість поліпшень (31) становить менше 7% від кількості всіх змін консультантів. Таким чином, у сукупності, якщо зміни консультантів повинні підвищити продуктивність, коли є витрати від змін, то вигоди від зміни повинні бути приблизно в 12 разів більшими незалежно від типових витрат на зміну. Це схоже на велику чисту вигоду, тож не дивно, що компанії, які змінюють консультантів, загалом працюють краще, ніж ті, котрі не робили цього.

## 6. ВИСНОВКИ

Ефективність ринків залежить від переходу споживачів від виробників із низькою продуктивністю до виробників із високою продуктивністю. Ми вивчаємо, чи трапляється це на ринку корпоративних фінансових консультацій. Ринок цікавий для вивчення, тому що на ньому виявляються значні відмінності у продуктивності роботи консультантів. Оскільки ці відмінності зберігаються протягом тривалого періоду, це свідчить про те, що якою б не була поведінка стосовно зміни консультанта, можливості для отримання прибутку існують. Насправді, незважаючи на те, що ми використовуємо велику кількість потенційних показників продуктивності консультанта, ми виявляємо лише слабкі докази того, що будь-який показник продуктивності консультанта впливає на рішення компанії про звільнення та перенаймання своїх консультантів. Це виглядає непереконливо у двох аспектах. По-перше, немає жодних доказів того, що ці рішення чутливі до нашого точного показника фіксованих ефектів продуктивності консультанта. По-друге, у той час як існують докази того, що загальне

правило оцінювання продуктивності консультанта впливає на рішення щодо звільнення (іншими словами, фірми прагнуть утримувати “хороших” консультантів відповідно до цього показника, але не роблять різниці між “поганими” і “нейтральними”), немає жодних доказів того, що продуктивність за цим чи будь-яким іншим показником впливає на рішення щодо нового наймання.

У результаті, використовуючи це емпіричне правило, ми виявляємо, що загалом лише в 7% випадків усіх змін консультантів якість роботи консультанта поліпшується. Тобто значна кількість замін консультантів на ринку не приносить жодної користі.

Ці результати мають важливе значення. По-перше, вони можуть пояснити зростання оплати послуг консультантів. Denton (1985) представляє модель того, яким чином може виникати подібна ситуація, якщо якість роботи консультанта важко відокремити від удачі. У зв'язку з цим не дивно, що ринкова вартість послуг консультантів іноді не повинна залежати від небезпеки, якщо, як бачимо, бізнес-споживачі цих послуг так низько оцінюють їхню вартість.

По-друге, виникає цілком очевидне питання про те, що пояснює поведінку компаній, якщо вони так мляво реагують на відмінності в якості роботи консультантів? Існує одна робастна характеристика в нашому наборі даних, яка може дати правильне розуміння цієї проблеми. Кількість клієнтів консультанта, здається, зменшує ймовірність його звільнення компанією, але це не впливає на вибір нового консультанта. Вплив на рішення про звільнення узгоджується або із соціально-психологічним поясненням “ефекту стадності”, або з економічним, оскільки існують докази того, що кількість клієнтів допомагає прогнозувати продуктивність майбутнього консультанта. Але так чи інакше відсутність впливу на рішення щодо нового наймання важко зрозуміти. Проте цю асиметрію можна пояснити тим, що консультанти часто запрошують своїх клієнтів на соціальні та ділові заходи. Це дає компаніям уявлення про те, скільки інших клієнтів має консультант, але, звичайно, не допомагає з'ясувати, яка кількість клієнтів у інших консультантів. Якщо з будь-якої причини кількість клієнтів розглядається як ознака якості роботи і це є основним джерелом інформації про таку кількість, тоді стає зрозуміло, яким чином ця кількість впливає на рішення стосовно звільнення, а не на рішення щодо нового наймання.

## ЛІТЕРАТУРА

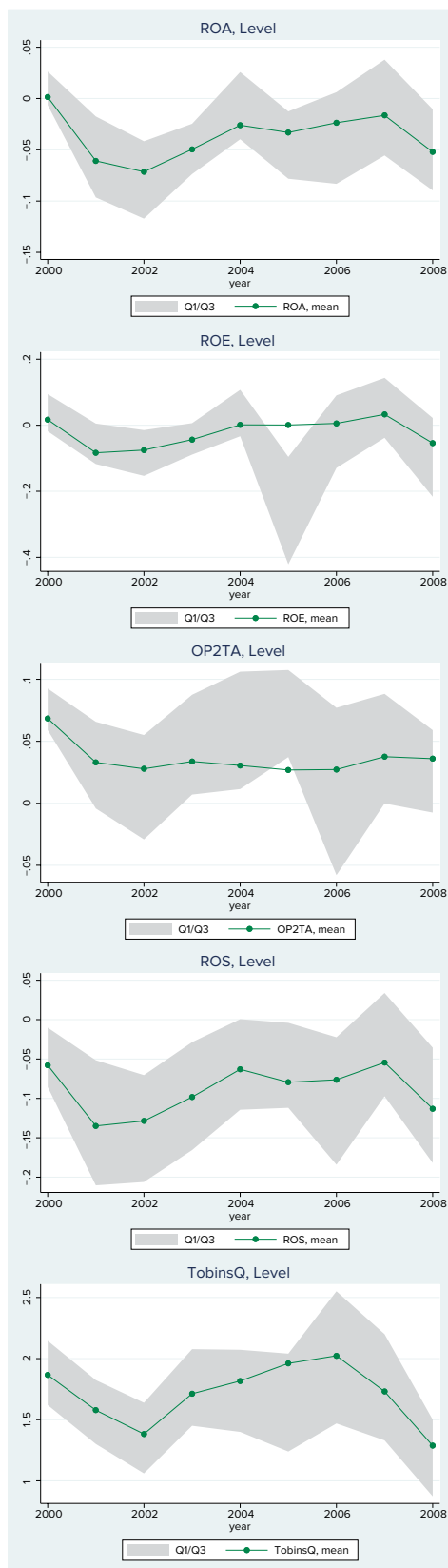
- Andres C., Betzer A., Limbach P. (2014). Underwrite Reputation and the Quality of Certification: Evidence From High Yield Bonds. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 40, No. C, pp 97-115. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.11.029>
- Arrow K. J. (1963). Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care. *American Economic Review*, Vol. 53, No. 5, pp. 941-973.
- Asker J., Ljungqvist A. (2010). Competition and the Structure of Vertical Relationships in Capital Markets. *Journal of Political Economy*, Vol. 118, No. 3, pp. 599-647. <https://doi.org/10.1086/653452>
- Baccara M. (2007). Outsourcing, Information Leakage, and Consulting Firms. *RAND Journal of Economics*, Vol. 38, No. 1, pp. 269-289. <https://doi.org/10.1111/j.1756-2171.2007.tb00055.x>
- Balafotas L., Kocher M., Putterman L., Sutter M. (2013). Equality, Equity and Incentives: An Experiment. *European Economic Review*, Vol. 60, pp. 32-51. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2013.01.005>
- Bao J., Edmans A. (2011). Do Investment Banks Matter for M&A Returns? *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 7, pp. 2286-2315. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr014>
- Benveniste L. M., Busaba W.Y., Wilhelm W. J. Jr. (2002). Information Externalities and the Role of Underwriters in Primary Equity Markets. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11, No. 1, pp. 61-86. <https://doi.org/10.1006/jfin.2000.0310>
- Benveniste L. M., Ljungqvist A., Wilhelm W. J., Yu X. (2003). Evidence of Information Spillovers in the Production of Investment Banking Services. *Journal of Finance*, Vol. 58, No. 2, pp. 577-608. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00538>
- Benveniste L. M., Spindt P. A. (1989). How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues. *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, No. 2, pp. 343-361. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90051-2](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90051-2)
- Bertrand M., Schoar A. (2003). Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 4, pp. 1169-208. <https://doi.org/10.1162/003355303322552775>
- Booth J. R., Smith R. (1986). Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, No. 1-2, pp. 261-281. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90057-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90057-7)
- Chemmanur T., Krishnan K. (2012). Heterogeneous Beliefs, IPO Valuation, and the Economic Role of the Underwriter in IPOs. *Financial Management*, Vol. 41, No. 4, pp. 769-811. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2012.01201.x>
- DeMarzo P. M., Vayanos D., Zwiebel J. (2003). Persuasion Bias, Social Influence and Uni-Dimensional Opinions. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 3, pp. 909-968. <https://doi.org/10.1162/00335530360698469>
- Denton F. T. (1985). The Effect of Professional Advice on the Stability of a Speculative Market. *Journal of Political Economy*, Vol. 93, No. 5, pp. 977-993. <https://doi.org/10.1086/261345>
- Fang L.H. (2005). Investment Bank Reputation and the Price and Quality of Underwriting Services. *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 6, pp. 2729-2761. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00815.x>
- Fernando C. S., Gatchev V. A., Spindt P. A. (2005). Wanna Dance? How Firms and Underwriters Choose Each Other. *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 5, pp. 2437-2469. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00804.x>
- Gino F., Moore D. A. (2007). Effects of Task Difficulty on Use of Advice. *Journal of Behavioral Decision Making*, Vol. 20, No. 1, pp. 21-35. <https://doi.org/10.1002/bdm.539>
- Giullietti M., Price C. W., Waterson M. (2005). Consumer Choice and Competition Policy: a Study of UK Energy Markets. *Economic Journal*, Vol. 115, No. 506, pp. 949-968. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2005.01026.x>
- Kale J. R., Kini O., Ryan H. (2003). Financial Advisors and Shareholder Wealth Gains in Corporate Takeovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 3, pp. 478-501.
- Krigman L., Shaw W. H., Womack K. L. (2001). Why do Firms Switch Underwriters? *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, No. 2-3, pp. 245-284. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00045-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00045-9)
- Logue D. (1973). On the Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 8, No. 1, pp. 91-103. <https://doi.org/10.2307/2329751>
- Mehran H. (1995). Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, No. 2, pp. 163-184. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00809-F](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00809-F)
- Michel M., Shaked I., Lee Y. (1991). An Evaluation of Investment Banker Acquisition Advice: the Shareholder Perspective. *Financial Management*, Vol. 20, pp. 40-49.
- Neuberger B., Hammond C. (1974). A Study of Underwriters' Experience With Unseasoned New Issues. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 9, No. 02, pp. 165-177.
- Nyarko Y., Schotter A., Sopher B. (2006). On the Informational Content of Advice: A Theoretical and Experimental Study. *Economic Theory*, Vol. 29, No. 2, pp. 433-452. <https://doi.org/10.1007/s00199-005-0037-7>
- Waddams C., Zhu M. (2016). Empirical Evidence of Consumer Response in Regulated Markets. *Journal of Competition Law and Economics*. Vol. 12, No. 1, pp. 113-149. <https://doi.org/10.1093/joclec/nhv041>



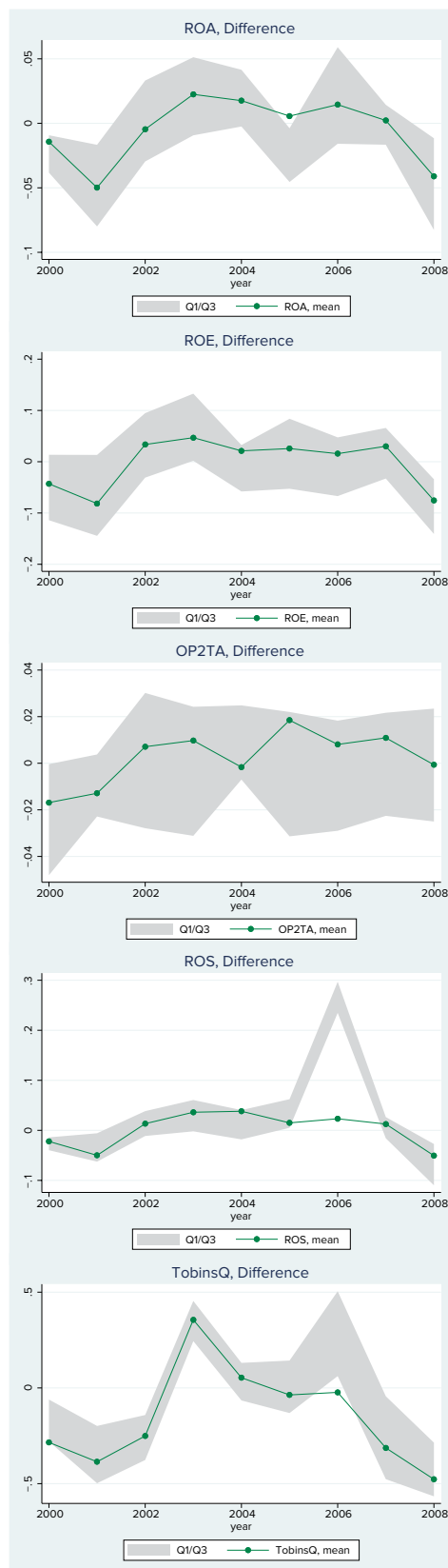
## ДОДАТОК А. ГРАФІКИ

Графік А1. Середня продуктивність і квантілі фіксованих ефектів консультантів ( $\hat{\beta}$  і  $\hat{\gamma}$ )

Панель А: Рівні



Панель В: Різниці



Примітка. На графіках показано середнє значення, перший квантілі і третій квантілі продуктивності консультанта. Показники панелі А ґрунтуються на рівнях продуктивності компанії, а показники панелі В – на різницях у продуктивності компанії. У дослідженні використовується п'ять показників продуктивності, а саме: рентабельність активів (ROA), рентабельність капіталу (ROE), співвідношення операційного доходу і сукупних активів (OP/TA), рентабельність продажів (ROS) і коефіцієнт Q Тобіна.

## ДОДАТОК В. ТАБЛИЦІ

Таблиця В1. Описова статистика

Змінна	Середнє (1)	Стандартне відхилення (2)	Q1 (3)	Q2 (4)	Q3 (5)	N спостережень (6)
ROA (рівень)	0.00	0.17	-0.03	0.05	0.10	3 612
ROE (рівень)	0.01	0.38	-0.06	0.08	0.18	3 612
OP/TA (рівень)	0.07	0.16	0.03	0.09	0.15	3 612
ROS (рівень)	-0.04	0.28	-0.03	0.04	0.09	3 612
Tobins Q (рівень)	1.61	0.99	0.99	1.27	1.81	3 612
ROA (різниця)	-0.01	0.14	-0.04	-0.00	0.03	3 612
ROE (різниця)	-0.00	0.40	-0.09	-0.00	0.06	3 612
OP/TA (різниця)	0.00	0.11	-0.04	0.00	0.04	3 612
ROS (різниця)	-0.00	0.20	-0.03	0.00	0.03	3 612
Tobins Q (різниця)	-0.10	0.66	-0.26	-0.03	0.13	3 612
Лeverидж	0.22	0.19	0.07	0.18	0.31	3 449
Log (сукупні активи)	18.25	2.01	16.84	18.13	19.61	3 612
Log (компанії усього)	3.31	0.60	3.04	3.43	3.74	3 612
$\hat{\beta}$ (рівень ROA)	0.01	0.05	-0.02	0.02	0.04	3 431
$\hat{\beta}$ (рівень ROE)	-0.02	0.15	-0.05	0.01	0.07	3 431
$\hat{\beta}$ (рівень OP/TA)	0.01	0.05	-0.01	0.02	0.04	3 431
$\hat{\beta}$ (рівень ROS)	0.02	0.08	-0.03	0.03	0.07	3 431
$\hat{\beta}$ (рівень Q Тобіна)	-0.03	0.45	-0.32	-0.08	0.25	3 431
$\hat{\gamma}$ (різниця ROA)	0.00	0.04	-0.02	0.00	0.02	3 431
$\hat{\gamma}$ (різниця ROE)	0.01	0.11	-0.06	0.01	0.06	3 431
$\hat{\gamma}$ (різниця OP/TA)	-0.01	0.03	-0.02	-0.00	0.01	3 431
$\hat{\gamma}$ (різниця ROS)	-0.00	0.06	-0.03	0.00	0.03	3 431
$\hat{\gamma}$ (різниця Q Тобіна)	0.02	0.20	-0.08	0.02	0.14	3 431

Примітка. Показники продуктивності консультанта:  $\hat{\beta}$ s – фіксовані ефекти на основі рівняння рівня продуктивності і  $\hat{\gamma}$  – фіксовані ефекти на основі рівняння різниці продуктивності. Q1, Q2, Q3 – відповідно перший, другий і третій квартилі розподілу. N – кількість спостережень.

Таблиця В2. Значущість фіксованих ефектів консультанта

## Панель А: ROA

	Рівні			Різниці		
	Adj R2 (1)	Adj R2 (2)	F (pval) (3)	Adj R2 (1)	Adj R2 (2)	F (pval) (3)
1999	-0.01	0.08	0.00	0.03	0.05	0.00
2000	0.05	0.07	0.16	-0.00	-0.02	0.60
2001	0.10	0.09	0.00	0.03	0.04	0.00
2002	0.12	0.17	0.00	0.01	0.02	0.00
2003	0.15	0.13	0.00	0.03	0.01	0.00
2004	0.19	0.19	0.00	0.00	0.04	0.00
2005	0.22	0.24	0.00	0.01	-0.01	0.00
2006	0.13	0.13	0.00	0.01	0.00	0.01
2007	0.15	0.16	0.00	0.02	0.05	0.00
2008	0.06	0.07	0.00	0.03	0.06	0.00

## Панель В: ROE

	Рівні			Різниці		
	Adj R2 (1)	Adj R2 (2)	F (pval) (3)	Adj R2 (1)	Adj R2 (2)	F (pval) (3)
1999	0.01	0.06	0.00	0.06	0.10	0.00
2000	0.02	0.04	0.29	-0.00	0.01	0.12
2001	0.01	0.01	0.00	-0.00	-0.02	0.00
2002	0.03	0.03	0.00	0.00	0.01	0.00
2003	0.03	-0.00	0.00	0.02	0.01	0.00
2004	0.07	0.05	0.00	0.05	0.04	0.00
2005	0.11	0.16	0.00	0.00	0.02	0.00
2006	0.11	0.12	0.00	-0.00	-0.05	0.00
2007	0.06	0.04	0.00	0.04	-0.00	0.00
2008	0.03	0.03	0.00	0.01	0.01	0.00

## Панель С: Операційний дохід/сукупні активи

	Рівні			Різниці		
	Adj R2 (1)	Adj R2 (2)	F (pval) (3)	Adj R2 (1)	Adj R2 (2)	F (pval) (3)
1999	0.02	0.01	0.24	0.02	0.03	0.39
2000	0.04	0.05	0.00	0.00	0.04	0.00
2001	0.16	0.15	0.00	0.03	0.03	0.00
2002	0.17	0.23	0.00	0.00	0.04	0.00
2003	0.19	0.20	0.00	0.02	0.05	0.00
2004	0.19	0.21	0.00	0.01	0.02	0.00
2005	0.13	0.12	0.00	0.07	0.06	0.00
2006	0.15	0.18	0.00	-0.00	-0.04	0.00
2007	0.15	0.14	0.00	0.04	0.03	0.00
2008	0.11	0.12	0.00	0.05	0.02	0.00

Таблиця В2 (продовження)

## Панель D: ROS

	Рівні			Різниці		
	Adj R2 (1)	Adj R2 (2)	F (pval) (3)	Adj R2 (1)	Adj R2 (2)	F (pval) (3)
1999	0.01	0.07	0.00	0.03	0.05	0.00
2000	0.05	0.06	0.13	-0.00	-0.04	0.95
2001	0.10	0.10	0.00	0.01	0.00	0.00
2002	0.13	0.14	0.00	-0.00	0.02	0.05
2003	0.12	0.12	0.00	0.05	0.02	0.27
2004	0.13	0.12	0.00	0.01	0.09	0.01
2005	0.16	0.14	0.00	0.03	0.03	0.00
2006	0.09	0.09	0.00	0.01	-0.00	0.00
2007	0.13	0.13	0.00	0.01	-0.02	0.00
2008	0.06	0.05	0.00	0.02	0.04	0.15

## Панель E: Q Тобіна

	Рівні			Різниці		
	Adj R2 (1)	Adj R2 (2)	F (pval) (3)	Adj R2 (1)	Adj R2 (2)	F (pval) (3)
1999	0.05	0.06	0.07	0.02	0.00	0.12
2000	0.03	0.03	0.00	0.00	0.05	0.00
2001	0.02	0.07	0.00	0.04	0.03	0.00
2002	0.07	0.12	0.00	0.01	0.05	0.00
2003	0.13	0.21	0.00	0.05	0.06	0.00
2004	0.11	0.19	0.00	-0.00	0.00	0.00
2005	0.06	0.12	0.00	0.02	0.07	0.00
2006	0.02	0.12	0.00	0.03	0.04	0.00
2007	0.05	0.13	0.00	0.01	0.05	0.00
2008	0.08	0.20	0.00	-0.00	0.07	0.00

Примітка. Залежні змінні – це рівні різниці продуктивності на основі ROA, ROE, OP/TA, ROS і Q Тобіна. У колонках (1) і (2) надані скориговані R<sup>2</sup> для крос-секційних специфікацій OLS відповідно з фіксованими ефектами консультанта і без них. F(pval) у колонці (3) – це р-значення F-тесту спільної значущості фіксованих ефектів консультанта.



## Таблиця В3. Автокореляції

Панель А: Залежна змінна  $\beta$  відображає фіксовані ефекти консультанта на основі рівнів

	ROA (1)	ROE (2)	OP/TA (3)	ROS (4)	Q Тобіна (5)
$\hat{\beta}_{t-1}$	0.194*** (0.025)	0.017 (0.030)	0.297*** (0.055)	0.173*** (0.039)	0.174*** (0.045)
Log (компанії) <sub>t</sub>	0.020*** (0.002)	0.022*** (0.002)	0.030*** (0.003)	0.030*** (0.004)	-0.140*** (0.037)
Sargan, p-значення	0.801	0.661	0.030	0.065	0.001
AR(2), p-значення	0.280	0.546	0.387	0.461	0.319
N спостережень	180	180	180	179	180

Панель В:  $\hat{\gamma}$  – залежна змінна фіксованих ефектів консультанта на основі різниць

	ROA (1)	ROE (2)	OP/TA (3)	ROS (4)	Q Тобіна (5)
$\hat{\gamma}_{t-1}$	-0.154*** (0.014)	-0.146*** (0.024)	-0.172*** (0.024)	-0.111** (0.050)	-0.167*** (0.053)
Log (компанії) <sub>t</sub>	-0.009*** (0.001)	0.016*** (0.003)	-0.020*** (0.002)	0.017*** (0.003)	0.040** (0.018)
Sargan, p-значення	0.345	0.072	0.011	0.384	0.010
AR(2), p-значення	0.962	0.124	0.504	0.319	0.010
N спостережень	187	187	187	185	187

Примітка. У таблиці як залежна змінна наведені двоступінчасті динамічні панельні дані системного узагальненого методу моментів (GMM-SYS) для продуктивності консультанта. Набір інструментів включає лаги t-2 – t-4 змінних, характерних для консультанта. Річні фіктивні змінні включені, але не відображені. Робастні стандартні похибки наведені в дужках. \*, \*\*, \*\*\* представляють рівні значущості відповідно в 10%, 5% і 1%.

Таблиця В4. Матриці переходів

	Рівень Поганий <i>t-1</i>	ROA Середній <i>t-1</i>	Хороший <i>t-1</i>	У цілому, <i>t-1</i>		Різниця Поганий <i>t-1</i>	ROA Середній <i>t-1</i>	Хороший <i>t-1</i>	У цілому, <i>t-1</i>
Поганий <i>t</i>	27	19	0	46	Поганий <i>t</i>	17	20	0	37
Нейтральний <i>t</i>	31	237	60	328	Нейтральний <i>t</i>	48	276	42	366
Хороший <i>t</i>	0	17	68	85	Хороший <i>t</i>	0	33	23	56
У цілому <i>t</i>	58	273	128	459	У цілому <i>t</i>	65	329	65	459

	Рівень Поганий <i>t-1</i>	ROE Середній <i>t-1</i>	Хороший <i>t-1</i>	У цілому, <i>t-1</i>		Різниця Поганий <i>t-1</i>	ROE Середній <i>t-1</i>	Хороший <i>t-1</i>	У цілому, <i>t-1</i>
Поганий <i>t</i>	27	25	0	52	Поганий <i>t</i>	13	27	0	40
Нейтральний <i>t</i>	33	276	48	357	Нейтральний <i>t</i>	50	284	32	366
Хороший <i>t</i>	0	22	28	50	Хороший <i>t</i>	0	24	29	53
У цілому <i>t</i>	60	323	76	459	У цілому <i>t</i>	63	335	61	459

	Рівень Поганий <i>t-1</i>	OP/TA Середній <i>t-1</i>	Хороший <i>t-1</i>	У цілому, <i>t-1</i>		Різниця Поганий <i>t-1</i>	OP/TA Середній <i>t-1</i>	Хороший <i>t-1</i>	У цілому, <i>t-1</i>
Поганий <i>t</i>	16	25	0	41	Поганий <i>t</i>	15	20	0	35
Нейтральний <i>t</i>	31	248	67	346	Нейтральний <i>t</i>	41	286	46	373
Хороший <i>t</i>	0	17	55	72	Хороший <i>t</i>	0	37	14	51
У цілому <i>t</i>	47	290	122	459	У цілому <i>t</i>	56	343	60	459

	Рівень Поганий <i>t-1</i>	ROS Середній <i>t-1</i>	Хороший <i>t-1</i>	У цілому, <i>t-1</i>		Різниця Поганий <i>t-1</i>	ROS Середній <i>t-1</i>	Хороший <i>t-1</i>	У цілому, <i>t-1</i>
Поганий <i>t</i>	32	24	0	56	Поганий <i>t</i>	15	20	0	35
Нейтральний <i>t</i>	21	246	65	332	Нейтральний <i>t</i>	33	301	47	381
Хороший <i>t</i>	0	23	48	71	Хороший <i>t</i>	0	29	14	43
У цілому <i>t</i>	53	293	113	459	У цілому <i>t</i>	48	350	61	459

	Рівень Поганий <i>t-1</i>	Q Тобіна Середній <i>t-1</i>	Хороший <i>t-1</i>	У цілому, <i>t-1</i>		Різниця Поганий <i>t-1</i>	Q Тобіна Середній <i>t-1</i>	Хороший <i>t-1</i>	У цілому, <i>t-1</i>
Поганий <i>t</i>	64	22	0	86	Поганий <i>t</i>	10	17	0	27
Нейтральний <i>t</i>	68	221	33	322	Нейтральний <i>t</i>	39	261	63	363
Хороший <i>t</i>	0	10	41	51	Хороший <i>t</i>	0	29	40	69
У цілому <i>t</i>	132	253	74	459	У цілому <i>t</i>	49	307	103	459

Примітка. У таблиці наведено матриці переходу для змін консультантів компаніями стосовно "хороших", "поганих" і "нейтральних" консультантів. Консультант вважається "хорошим", якщо показники якості його роботи вищі за середнє значення за останніх два роки, "поганим" – якщо вони нижчі за середнє значення за останні два роки, і "нейтральним" – якщо вони коливаються між цими двома значеннями. Продуктивність консультанта (фіксовані ефекти) розраховується на основі будь-яких рівнів або різних показників продуктивності компанії (ROA, ROE, ROS, OP/TA і коефіцієнта Q Тобіна).

Таблиця В5. Визначники змін консультантів, ефекти консультантів на основі рівнів

## Панель А:

	ROA (1)	ROE (2)	OP/TA (3)	ROS (4)	Q Тобіна (5)
Продуктивність <sub>t-1</sub>	-0.015 <sup>*</sup> (0.009)	-0.001 (0.003)	-0.018 <sup>*</sup> (0.010)	-0.009 <sup>*</sup> (0.005)	0.000 (0.001)
Консультант FE <sub>t-1</sub> ( $\hat{\beta}$ )	0.014 (0.014)	0.001 (0.002)	-0.009 (0.015)	0.026 <sup>*</sup> (0.015)	-0.000 (0.001)
Log (компанії) <sub>t-1</sub>	-0.014 <sup>***</sup> (0.005)	-0.014 <sup>***</sup> (0.005)	-0.013 <sup>***</sup> (0.005)	-0.015 <sup>***</sup> (0.006)	-0.014 <sup>***</sup> (0.005)
Log (сукупні активи) <sub>t-1</sub>	0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)	0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
Лeverидж <sub>t-1</sub>	0.001 (0.005)	0.003 (0.006)	0.002 (0.005)	0.004 (0.006)	0.002 (0.005)
Псевдо R <sup>2</sup>	0.069	0.066	0.069	0.069	0.066
N спостережень	2 879	2 879	2 879	2 843	2 858

## Панель В:

	ROA (1)	ROE (2)	OP/TA (3)	ROS (4)	Q Тобіна (5)
Продуктивність <sub>t-1</sub>	-0.038 <sup>*</sup> (0.023)	-0.000 (0.010)	-0.050 <sup>**</sup> (0.024)	-0.018 (0.013)	0.003 (0.003)
Консультант хороший <sub>t-1</sub>	-0.024 <sup>***</sup> (0.007)	-0.027 <sup>***</sup> (0.008)	-0.019 <sup>**</sup> (0.008)	-0.017 <sup>**</sup> (0.008)	-0.034 <sup>***</sup> (0.009)
Консультант поганий <sub>t-1</sub>	-0.013 (0.011)	-0.010 (0.010)	0.046 <sup>**</sup> (0.023)	-0.003 (0.011)	-0.020 <sup>**</sup> (0.009)
Log (компанії) <sub>t-1</sub>	-0.040 <sup>***</sup> (0.007)	-0.041 <sup>***</sup> (0.007)	-0.038 <sup>***</sup> (0.006)	-0.039 <sup>***</sup> (0.007)	-0.041 <sup>***</sup> (0.007)
Log (сукупні активи) <sub>t-1</sub>	0.004 (0.002)	0.002 (0.002)	0.004 (0.002)	0.002 (0.002)	0.004 (0.003)
Лeverидж <sub>t-1</sub>	0.009 (0.017)	0.014 (0.016)	0.008 (0.016)	0.011 (0.017)	0.011 (0.017)
Псевдо R <sup>2</sup>	0.054	0.051	0.055	0.049	0.054
N спостережень	4 021	4 021	4 019	3 932	3 994

Примітка. Залежна змінна – це бінарний показник, що дорівнює одиниці, якщо відбулася зміна консультанта між періодами  $t-1$  і  $t$ . Відображені граничні ефекти в околі середніх значень. Робастні стандартні похибки наведені в дужках. \*, \*\*, \*\*\* представляють рівні значущості відповідно в 10%, 5% і 1%.

Таблиця В6. Визначники змін консультанта, ефекти консультанта на основі різниць

## Панель А:

	ROA (1)	ROE (2)	OP/TA (3)	ROS (4)	Q Тобіна (5)
Продуктивність <sub>t-1</sub>	0.005 (0.009)	0.005 (0.003)	-0.009 (0.011)	0.009 (0.007)	-0.000 (0.002)
Консультант FE <sub>t-1</sub> ( $\hat{y}$ )	0.025 (0.029)	0.018 (0.012)	-0.054 (0.038)	-0.005 (0.020)	-0.001 (0.005)
Log (компанії) <sub>t-1</sub>	-0.013** (0.006)	-0.012** (0.005)	-0.012** (0.005)	-0.012** (0.005)	-0.012*** (0.002)
Log (сукупні активи) <sub>t-1</sub>	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
Лeverидж <sub>t-1</sub>	0.003 (0.005)	0.001 (0.005)	0.002 (0.005)	0.004 (0.005)	0.002 (0.005)
Псевдо R <sup>2</sup>	0.072	0.077	0.071	0.076	0.071
N спостережень	2 751	2 751	2 749	2 679	2 731

## Панель В:

	ROA (1)	ROE (2)	OP/TA (3)	ROS (4)	Q Тобіна (5)
Продуктивність <sub>t-1</sub>	0.007 (0.009)	0.007* (0.004)	-0.010 (0.011)	0.010 (0.007)	0.001 (0.002)
Консультант хороший <sub>t-1</sub>	-0.004 (0.003)	-0.003 (0.003)	0.003 (0.004)	-0.002 (0.004)	-0.002 (0.003)
Консультант поганий <sub>t-1</sub>	-0.004 (0.003)	-0.007* (0.004)	-0.000 (0.003)	-0.007* (0.004)	-0.005 (0.004)
Log (компанії) <sub>t-1</sub>	-0.012** (0.005)	-0.012** (0.005)	-0.011** (0.005)	-0.012** (0.006)	-0.012** (0.005)
Log (сукупні активи) <sub>t-1</sub>	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
Лeverидж <sub>t-1</sub>	0.003 (0.005)	0.001 (0.005)	0.002 (0.005)	0.005 (0.006)	0.001 (0.005)
Псевдо R <sup>2</sup>	0.072	0.078	0.071	0.077	0.070
N спостережень	2 449	2 449	2 447	2 411	2 431

Примітка. Залежна змінна – це бінарний показник, що дорівнює одиниці, якщо відбулася зміна консультанта між періодами  $t-1$  і  $t$ . Відображені граничні ефекти в околі середніх значень. Робастні стандартні похибки наведені у дужках. \*, \*\*, \*\*\* відповідно представляють рівні значущості у 10%, 5% і 1%.



Таблиця В7. Різниці у змінних до і після зміни консультанта

## Панель А: Змінні на основі показників якості роботи консультанта

Змінна	Після			До			Різниця:	р-значення:
	Середнє	SD	N	Середнє	SD	N		
$\hat{\beta}$ (рівень ROA)	0.01	0.06	321	0.01	0.08	321	0.00	0.94
$\hat{\beta}$ (рівень ROE)	-0.03	0.16	321	-0.02	0.52	321	-0.02	0.59
$\hat{\beta}$ (рівень OP/TA)	0.01	0.06	321	0.01	0.08	321	0.00	0.52
$\hat{\beta}$ (рівень ROS)	0.02	0.09	319	0.01	0.10	319	0.01	0.32
$\hat{\beta}$ (рівень Q Тобіна)	-0.15	0.49	321	-0.09	0.77	321	-0.06	0.19
$\hat{\gamma}$ (різниця ROA)	0.00	0.05	321	0.01	0.05	321	-0.00	0.48
$\hat{\gamma}$ (різниця ROE)	0.01	0.11	321	0.02	0.20	321	-0.01	0.64
$\hat{\gamma}$ (різниця OP/TA)	-0.01	0.04	321	-0.01	0.05	321	-0.00	0.99
$\hat{\gamma}$ (різниця ROS)	0.01	0.07	319	0.00	0.07	319	0.00	0.34
$\hat{\gamma}$ (різниця Q Тобіна)	0.01	0.22	321	0.03	0.21	321	-0.02	0.19
Log (компаній усього)	3.13	0.88	398	3.11	0.85	398	0.01	0.82

## Панель В: Змінні на основі показників якості роботи компанії

Змінна	Після			До			Різниця:	р-значення:
	Середнє	SD	N	Середнє	SD	N		
ROA (рівень)	-0.03	0.20	398	-0.02	0.19	398	-0.00	0.74
ROE (рівень)	-0.02	0.40	398	-0.00	0.41	398	-0.02	0.44
OP/TA (рівень)	0.03	0.19	398	0.03	0.19	398	-0.00	0.68
ROS (рівень)	-0.08	0.34	382	-0.08	0.33	382	-0.00	0.94
Q Тобіна (рівень)	1.76	1.12	395	1.82	1.17	395	-0.05	0.20
ROA (різниця)	-0.00	0.14	275	0.01	0.15	275	-0.01	0.53
ROE (різниця)	-0.00	0.46	275	0.07	0.48	275	-0.07	0.13
OP/TA (різниця)	0.00	0.12	275	-0.00	0.13	275	0.01	0.59
ROS (різниця)	-0.01	0.22	265	0.04	0.21	265	-0.04	0.03
Q Тобіна (різниця)	-0.01	0.72	274	-0.02	0.77	274	0.01	0.87

Примітка. У таблиці наведено описову статистику для ключових змінних, характерних для консультантів і компаній, до і після зміни консультанта. Р-значення – це р-значення тесту t порівняння середніх.