

На правах рукописи

Степанова Анастасия Николаевна

**Влияние финансовой архитектуры компании на ее эффективность
в условиях растущих рынков капитала**

Специальность 08.00.10 — Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва – 2009

Диссертация выполнена в государственном образовательном бюджетном учреждении высшего профессионально образования «Государственный университет - Высшая школа экономики».

Научный руководитель: кандидат экономических наук
Ивашковская Ирина Васильевна

Официальные оппоненты: доктор экономических наук
Волков Дмитрий Леонидович
кандидат экономических наук
Мальгинов Георгий Николаевич

Ведущая организация: Московский государственный
университет имени М.В. Ломоносова

Защита состоится «17» декабря 2009 г. в 14 часов на заседании диссертационного совета Д 212.048.02 в Государственном университете - Высшей школе экономики по адресу: 101000, Москва, ул. Мясницкая, д. 20, ауд. 311.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Государственного университета – Высшей школы экономики: 101000, Москва, ул. Мясницкая, д. 20.

Автореферат разослан «____» ноября 2009 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета,
д.э.н.

Смирнов С.Н.

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования.

Необходимость повышения эффективности деятельности компании (ЭДК) определяется ограниченным количеством свободных денежных ресурсов на рынках капитала. Эти ограничения особенно ярко проявляются в период мирового финансового кризиса. Успех в привлечении капитала с одной стороны и в получении высоких результатов его использования с другой зависит от эффективности реализации стратегии компании. Для выявления факторов, влияющих на эффективность деятельности компании, необходим анализ взаимосвязей структурных характеристик компании и достигнутых ею результатов.

К классическим структурным характеристикам компании, которые могут служить инструментами воздействия на эффективность ее деятельности, относятся, во-первых, структура собственности (СС), формирующая фундамент контроля над компанией, во-вторых, структура капитала как инструмент политики финансирования долгосрочного развития компании, и, в-третьих, структура внутрикорпоративного контроля, реализуемого через механизмы корпоративного управления. Однако до настоящего времени в большинстве эмпирических работ влияние каждой из структурных характеристик на эффективность деятельности компании исследовалось в отдельности. Между тем понимание характера их воздействия на эффективность деятельности компании предполагает *интегрированный* взгляд. Интегрированный подход к моделированию эффективности возможен в рамках концепции *финансовой архитектуры* (ФА) компании, предложенной С.Маейрсом¹ как направление будущих исследований комплекса финансовых решений компаний с позиций методологии корпоративных финансов.

¹ Myers S. Financial Architecture // European Financial Management. 1999. Vol. 5. P.133-141.

Актуальность выбранной темы объясняется также ограниченным количеством исследований, касающихся выявления детерминант стратегической эффективности на данных российских компаний, а также изучения особенностей модели эффективности деятельности компаний на растущих рынках капитала. Классические теоретические исследования в области *эффективности деятельности компании* принадлежат таким зарубежным ученым как А. Берль, Г. Демсец, М. Дженсен, К. Лен, Г. Лиланд, У. Меклинг, Дж. Минс, Д. Пайл, Е. Фама и другим. Анализ эффективности деятельности компаний на данных растущих рынков проведен в работах Е. Берглоэфа, Й. Ванга, К. Ксу, Я. Кумару, Е. Ниворожкина, М. Словина, М. Сушке, Е.-Ф. фон Таддена, К. Хусейна и других.

В разработку методологии эмпирических исследований влияния *структуры собственности* на эффективность деятельности компаний существенный вклад внесли работы Р.Вишны, И.Кеснер, С.Коула, У.Ллойда, Дж.Макконелла, Р.Морка, Г.Серваэса, Дж. Френсиса, С. Холдернеса, А. Шляйфера, и др. Анализ влияния структуры собственности на эффективность деятельности российских компаний производится в работах С. Авдашевой, С. Гуриева, Н. Деминой, Т. Долгопятовой, Р. Капелюшниковой, П. Кузнецова, О. Лазаревой, А. Муравьева, А. Радыгина, А. Рачинского, С. Степанова, Р. Энтова.

Среди исследований, направленных на разработку методологии исследований влияния *корпоративного управления* на эффективность деятельности компаний, нужно выделить работы Г. Батлера, Б. Бейзингера, М. Вайсбача, С. Дальтона, Д. Дальтона, Г. Кунотца, Дж. Пфеффера, Дж. Томпсона, О. Уильямсона, Ф. Уолша мл., Ж. Шарро, Б. Эрмалина и др. Исследования этой взаимосвязи на данных российских компаний выполнены в работах Б. Блэка, Т. Долгопятовой, И. Ивашковской, И. Лав, О. Лазаревой, А. Рачинского, Р. Энтова, А. Яковлева и др.

Среди классических исследований, связанных с изучением *структуры капитала*, отметим работы М. Йенсена, С. Майерса, Н. Майлуфа, М. Миллера, Ф. Модильяни и др. Структура капитала российских компаний исследуется в работах С.Гуриева, И.Ивашковской, М.Солнцевой и др.

Цель и задачи исследования. Цель диссертационного исследования – разработать модель зависимости эффективности деятельности компании от ее финансовой архитектуры в условиях растущих рынков капитала. Для достижения цели исследования были поставлены **следующие задачи:**

- обосновать необходимость использования интегрированного подхода к моделированию эффективности деятельности компании;
- определить ключевые компоненты финансовой архитектуры компании и их взаимосвязи, а также выявить различия между концепциями финансовой архитектуры и корпоративного управления;
- систематизировать результаты эмпирических исследований влияния отдельных компонентов финансовой архитектуры на эффективность деятельности компании;
- построить модель влияния компонентов финансовой архитектуры на эффективность деятельности компании, основанную на предпосылках экзогенности структуры капитала и структуры собственности;
- выявить страновые различия в спецификации модели эффективности деятельности компании для растущих рынков капитала, а именно для стран Восточной Европы и России;
- проверить адекватность предпосылок об экзогенности структуры капитала и структуры собственности и скорректировать спецификацию модели в случае

выявления эндогенности показателей структуры собственности и /или структуры капитала;

– предложить способы использования результатов в целях оптимизации финансовой архитектуры компаний в условиях растущих рынков капитала.

Объектом исследования являются крупные российские и европейские публичные компании, имеющие котировки акций на российском и зарубежных фондовых рынках.

Предметом исследования выступает механизм воздействия компонентов финансовой архитектуры на эффективность деятельности компании.

Теоретической и методологической основой диссертационного исследования послужили труды отечественных и зарубежных ученых по проблемам корпоративной эффективности, корпоративного управления, структуры собственности, структуры капитала и пр. Для обоснования выдвинутых в диссертации положений применялись общенаучные **методы** познания, в том числе контекстный и системный анализ, синтез, дедуктивный и индуктивный методы; а также экономико-математические методы, такие как корреляционный и регрессионный анализ.

Информационную базу исследования составили данные информационных агентств Блумберг (Bloomberg) и Ван Дейк (Van Dijk), в том числе базы данных Амадеус (Amadeus) и Руслана (Ruslana), инвестиционной компании Тройка Диалог, а также данные из ежегодных отчетов компаний, находящиеся в открытом доступе. Кроме того, использовались законодательные и нормативные акты, применяемые на территории РФ.

Научная новизна диссертационного исследования состоит в применении интегрированной концепции финансовой архитектуры для моделирования эффективности деятельности компании. К наиболее важным результатам, характеризующим научную новизну исследования, относятся следующие:

- разработана и протестирована на данных европейских компаний модель влияния финансовой архитектуры на эффективности деятельности компании на основе интегрированного подхода;
- выявлены компоненты финансовой архитектуры, являющиеся детерминантами эффективности деятельности компании, в том числе собственность вовлеченных в управление инвесторов, структура капитала, качество корпоративного управления, выраженное долей независимых директоров в составе совета директоров;
- выявлены особенности спецификации модели влияния финансовой архитектуры на эффективность деятельности компаний на растущих рынках капитала на примере стран Восточной Европы и России;
- продемонстрирована независимость структуры собственности от эффективности деятельности компании на межстрановой выборке;
- разработана модель зависимости эффективности деятельности компании от финансовой архитектуры с эндогенной структурой собственности, верификация которой позволила подтвердить ключевые выводы, полученные с помощью классической модели.

Практическая значимость исследования. Рекомендации по оптимизации финансовой архитектуры компании могут быть использованы в управлении капиталом российских компаний, в деятельности их советов директоров, в сфере консалтинга, включая инвестиционные банки, для решения задачи повышения стратегической эффективности российских компаний. Материалы диссертации использованы в учебном процессе в университетах на магистерской ступени подготовки и в системе аспирантуры при подготовке курсов продвинутого уровня «Корпоративные финансы», «Финансовый менеджмент» и др.

Апробация результатов исследования. Результаты работы обсуждались на пяти международных конференциях:

– Десятая международная научная конференция ГУ-ВШЭ по проблемам развития экономики и общества (Москва, 2009);

– Пятая международная конференция по корпоративному управлению (Брюссель, 2008);

– Девятая международная научная конференция ГУ-ВШЭ «Модернизация экономики и глобализация». ГУ-ВШЭ (Москва, 2008);

– Вторая международная конференция «Корпоративное управление и устойчивое развитие бизнеса: стратегические роли советов директоров» (Москва, 2007);

– Четвертая международная научно-практическая конференция «Экономическое развитие в современном мире: динамика рыночных процессов и преобразование бизнес-среды» (Екатеринбург, 2007).

Кроме того, результаты обсуждались на научных семинарах Научно-учебной Лаборатории корпоративных финансов факультета экономики Государственного университета – Высшей школы экономики.

Публикации. По теме диссертации опубликованы 5 статей и докладов, включая 1 статью в журнале списка ВАК. Общий объем публикаций составляет 1.9 п.л.

Структура работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованных источников. Объем диссертационного исследования (с учетом списка использованной литературы) составляет 148 страниц. В работе представлено 20 таблиц, 3 рисунка, 17 приложений. Список литературы включает 165 наименований, в том числе 149 – на английском языке.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во введении обосновывается актуальность темы исследования, формулируются цели и задачи диссертационного исследования, определяются его теоретико-методологическая база и научная новизна.

В первой главе — «Компоненты финансовой архитектуры компании: исследования и результаты» — раскрывается концепция финансовой архитектуры; вводятся понятия структуры собственности, структуры капитала и качества корпоративного управления как ключевых компонент финансовой архитектуры; анализируются предпосылки и выводы базовых формализованных исследовательских моделей. С целью постановки гипотез анализируются и классифицируются результаты как классических, так и современных эмпирических работ, в которых изучаются отдельно влияние структуры собственности, структуры капитала или качества корпоративного управления на эффективность деятельности компании.

Эффективность деятельности компании (corporate performance) (ЭДК) может рассматриваться в двух аспектах: операционном и стратегическом. Под *операционной эффективностью* (efficiency, operating efficiency) понимается эффективность основной деятельности компании, которая может измеряться бухгалтерскими и техническими показателями. Под стратегической эффективностью (strategic performance) понимается *эффективность исполнения корпоративной стратегии*, т.е. эффективность функционирования всех внутренних механизмов компании, задействованных в процессе реализации ее стратегии. Стратегическая эффективность, как правило, влияет как на рентабельность компании, так и на ее рыночную капитализацию. Стратегическую эффективность, измеренную рыночными показателями, такими как динамика цены акции или коэффициент Q-Тобина, одновременно называют *рыночной эффективностью*. Основное внимание в данной работе уделяется стратегической

эффективности компании, поскольку эффективность реализации стратегии находится в зависимости от механизмов реализации и среды ее функционирования.

За последние десятилетия созданы разные стилизованные модели ЭДК, включающих различные структурные характеристики компании, такие как структура собственности, структура капитала, качество корпоративного управления и пр. Стилизованные модели строятся преимущественно с целью объяснения влияния одной из структурных характеристик компании на ЭДК в конкретных условиях функционирования компании. Результаты подобных исследований противоречивы, часто не учитывают взаимовлияния различных структурных характеристик, а также не позволяют использовать подобные модели для выявления закономерностей на других данных и на другом временном промежутке. Это предопределяет необходимость комплексного подхода к моделированию ЭДК.

С целью построения унифицированной модели ЭДК, применимой в том числе на растущих рынках капитала, автором предложено использовать концепцию финансовой архитектуры как комплексный подход, объединяющий различные структурные характеристики компании. Концепция *финансовой архитектуры* компании была предложена С.Майерсом в 1998 году. В диссертации выявлены различия концепций корпоративного управления и ФА. **Корпоративное управление**, в первую очередь, сосредоточено на соблюдении и защите интересов акционеров, включая разрешение внутренних агентских конфликтов, и достижении баланса интересов стейкхолдеров. Как правило, корпоративное управление рассматривается в рамках *неизменной* финансовой архитектуры компании. **Финансовая архитектура**, напротив, означает изменяющийся *«финансовый дизайн бизнеса, охватывающий собственность, организационно-правовую форму, стимулы, способы финансирования и распределения рисков*

между инвесторами» [Myers, 1999]. В качестве ключевых компонент ФА компаний, способных служить инструментами управления эффективностью, выделены структура собственности, структура капитала и качество корпоративного управления как характеристика системы мотивов и стимулов стейкхолдеров компании.

В первой главе рассмотрены базовые теории, раскрывающие взаимосвязь акционерного контроля и эффективности деятельности компании. В качестве базы для эмпирического исследования выбрана агентская концепция [Jensen, Meckling, 1976] как теория, максимально подробно к настоящему времени объясняющая влияние ФА на стратегическую эффективность.

С целью выдвижения гипотез о влиянии финансовой архитектуры на стратегическую эффективность все работы поделены на три блока, посвященных изучению влияния на нее трех основных компонентов ФА.

Структура собственности как компонент ФА рассматривается в диссертации сквозь призму агентских конфликтов. Агентские конфликты рассматриваются как конфликты между: 1) менеджерами и акционерами; 2) мажоритариями и миноритариями; 3) государством и частными собственниками. Среди эмпирических работ по данной проблематике выделены исследования, выявляющие монотонную и немонотонную зависимости ЭДК от доли акций менеджмента, а также отсутствие данной зависимости. В результате изучения исследований [Holderness et al., 1999; Kesner, 1988; Kole, 1995; Morck et al., 1988; Schmidt, 1975 и пр.], посвященных первому типу конфликтов, выдвинута гипотеза о существовании немонотонного влияния собственности менеджеров компании на стратегическую эффективность. В результате анализа работ, касающихся конфликта мажоритариев и миноритариев [Barclay, Holderness, 1989; Burkart et al., 1997; Dyck, Zingales, 2004; Fama, Jensen, 1983; Grossman, Hart, 1988; Nenova, 2000], выдвинута гипотеза о наличии положительного влияния концентрации

собственности на стратегическую эффективность. Основные аргументы для ее обоснования сводятся к усиленному контролю над менеджментом держателями крупных пакетов акций и высокому уровню инвестиционной активности.

В результате изучения классических и современных работ по структуре собственности был сформулирован следующий вывод: в целях выявления влияния СС на стратегическую эффективность необходимо исследовать долю акций, принадлежащую инвесторам, которые непосредственно участвуют в процессе управления компанией. Этот комплексный показатель, по мнению автора, важен, поскольку он объединяет стейкхолдеров, внедренных в стратегическое управление компанией, иначе говоря, это *модифицированный показатель собственности инсайдеров*. Поэтому классические показатели концентрации собственности и собственности инсайдеров в диссертации предложено заменить *долей акций в руках всех инвесторов, вовлеченных в управление компанией (INV_WO_G)*. К акционерам, вовлеченным в процесс управления, автором отнесены агенты, которые одновременно прямо заинтересованы в росте рыночной стоимости компании, то есть владеют довольно большими пакетами акций, и активно контролируют процесс управления компанией. Этот показатель включает стратегических инвесторов, менеджеров-собственников, а также финансовые компании, кроме компаний, которые являются номинальными держателями акций. Его введение помогает подойти к расчету показателя собственности не формально, как это получается при расчете доли акций в руках определенного типа собственников (например, менеджеров), а функционально, т.е. очертить круг лиц с близкими интересами и позицией по отношению к компании. В соответствии с этим была сформулирована гипотеза о положительном влиянии увеличения доли акций в руках акционеров, вовлеченных в процесс корпоративного управления, на стратегическую эффективность.

В результате анализа работ, посвященных государственной собственности [Boycko et al., 1996; Galal et al., 1994; Grout, Martin, 2003; Laffont, Tirole, 1993; Megginson et al., 1994; Stiglitz, 1988; Vickers, Yarrow, 1988; Yarrow, 1986 и пр.], выдвинута гипотеза об отрицательном влиянии доли акций в руках государства на стратегическую эффективность компаний на растущих рынках капитала.

В концепцию ФА структура капитала входит как компонент, задающий распределение рисков между инвесторами. Исследования **структуры капитала** как второго компонента ФА обуславливается его влиянием на стратегическую эффективность с точки зрения классической теории иерархии, компромиссной и агентской теорий, сформулированных [Modigliani, Miller, 1958; Myers, Majluf, 1984; Leland, 1994] и развитых в [Stulz, 1990; Diamond, 1989; Kang et al., 1999; Novakimian et al., 2001]. Несовершенства рынка (налоги, транзакционные и агентские издержки) приводят к зависимости эффективности от структуры капитала, что позволяет автору выдвинуть гипотезу о негативном влиянии уровня долговой нагрузки компании на стратегическую эффективность.

В качестве отдельного компонента ФА, определяющего *стимулы и мотивацию* экономических агентов в компании, в модель ЭДК вводится **качество корпоративного управления**. Одна из основных задач корпоративного управления – минимизация транзакционных издержек, связанных с разграничением прав и обязанностей менеджеров, а также агентских издержек, связанных с разнонаправленностью интересов менеджеров и риска акционеров. Рассматривая совет директоров (СД) в качестве основного органа корпоративного управления, созданного как для принятия стратегических решений, так и для смягчения последствий агентских проблем между топ-менеджментом и акционерами [Hermalin, Weisbach, 1988], автор использует показатели структуры СД как прокси-переменные для качества корпоративного управления компанией. В ряде работ [Dalton, Dalton, 2005; Filatotchev, Bishop, 2002; Pfeffer, 1972; Vance,

1964 и пр.] независимость СД признается инструментом воздействия на ЭДК, что позволяет выдвинуть гипотезу о положительном влиянии доли независимых директоров в совете на стратегическую эффективность.

Согласно результатам ряда работ [Coles et al., 2008; Dalton et al., 1999; Мак, Kusnadi, 2005; Yermack, 1996 и пр.], не только доля независимых директоров в СД, но также и размер СД может влиять на стратегическую эффективность. Так называемая теория «зависимости ресурсов» предполагает, что крупный по численности СД подразумевает больший спектр связей, а значит и более широкий доступ к ограниченным ресурсам². В обратном направлении действует гипотеза «перенаселения» СД, которая подразумевает снижение эффективности, измеренной Q-Тобина, в результате снижения результативности процесса принятия решений. По мнению автора, теория зависимости ресурсов имеет большое значение в условиях кризиса, а также на ранних стадиях жизненного цикла компаний. В условиях растущих рынков капитала более применима теория перенаселения, которая позволяет сформулировать гипотезу об отрицательном влиянии размера СД на стратегическую эффективность.

В Главе 2 «Модель исследования зависимости между финансовой архитектурой и эффективностью деятельности компании» разрабатывается классическая модель влияния ФА через ее ключевые компоненты на стратегическую эффективность как один из видов ЭДК. Анализируется состоятельность предпосылок модели классического типа, и для построения модели исследования зависимости эффективности от ФА используется альтернативный подход, основанный на гипотезах об эндогенном характере переменных структуры капитала и структуры собственности. В качестве основных результатов второй главы можно выделить следующие.

² Dalton D., Daily C., Johnson J., Alan E. Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis Author(s) // Ellstrand Source: The Academy of Management Journal. 1999. Vol. 42 (6). P. 674-686.

Во-первых, автором был обоснован выбор коэффициента Q-Тобина как прокси-переменной для стратегической эффективности компании, а также выбор прокси-переменных для задания каждой из ключевых компонент ФА. Ниже представлен список независимых переменных (см. Таблицу 1).

Таблица 1. Независимые переменные в модели исследования

Обозначение переменной	Описание и способ ее расчета
<i>MAN</i>	Доля акций в руках менеджеров компании, %
<i>SUM_MAJO</i>	Доля акций в руках трех крупнейших акционеров, %
<i>INV_WO_G</i>	Доля акций в руках инвесторов, непосредственно вовлеченных в процесс управления компанией, за вычетом доли государства, %
<i>MUN_GOV_OWN</i>	Доля акций в руках государства и аффилированных компаний, %
<i>IND_PERC</i>	Доля независимых директоров в совете директоров, %
<i>BOD_MEM</i>	Количество членов в совете директоров
<i>DTA</i>	Соотношение совокупного долга и балансовой стоимости активов компании
<i>USD_LTA</i>	Натуральный логарифм совокупных активов компании
<i>GROWTH</i>	Среднегеометрический темп роста активов компании за период наблюдения 5 лет, %
<i>ST_DEV</i>	Уровень риска компании, измеренный как соотношение стандартного отклонения и среднего арифметического EBITDA за последние 5 лет, %
<i>CD_COUNTRY</i>	Дамми-переменная, связанная со страновым фактором
<i>D_IND</i>	Дамми-переменная, связанная с сектором экономики

Выдвинутые автором гипотезы позволили разработать модель влияния финансовой архитектуры на стратегическую эффективность, основанную на предположениях об экзогенном характере переменных структуры собственности и структуры капитала. Возможность введения структуры капитала и структуры собственности в модель как экзогенных переменных подразумевает их независимость от индивидуальных характеристик компании и факторов бизнес-

среды, влияющих на эффективность. Помимо ключевых компонентов ФА в модель были введены следующие контрольные переменные: размер компании, средний исторический темп ее роста, уровень риска, заданный через стандартное отклонение прибыли до вычета амортизационных отчислений, процентных и налоговых платежей. В модель введены дамми-переменные, связанные со страной и сектором экономики, в которых функционирует компания. Модель исследования задана следующим уравнением: (1)

$$Q = \alpha + (\beta_1, \dots, \beta_n) \overline{OS} + (\gamma_1, \dots, \gamma_m) \overline{BoD} + \eta DTA + \delta_1 \overline{USD_LTA} + \delta_2 \overline{GROWTH} + \delta_3 \overline{ST_DEV} + (\chi_1, \dots, \chi_k) \overline{D_IND} + (\mu_1, \dots, \mu_l) \overline{CD_COUNTRY} + \varepsilon$$

где Q – коэффициент Q-Тобина;

\overline{OS} – вектор переменных, связанных со структурой собственности (%);

\overline{BoD} – вектор переменных, связанных с составом совета директоров.

Автором также ставится вопрос о состоятельности неявных предпосылок модели об экзогенном характере переменных структуры собственности и структуры капитала. Существует ряд исследований, моделирующих структуру капитала с помощью, в том числе, переменных, влияющих на стратегическую эффективность. Тогда введение в модель структуры капитала как экзогенной переменной может приводить к смещению коэффициентов в результате того, что в модели игнорируются взаимосвязи долговой нагрузки (DTA) с другими независимыми переменными. Как результат в диссертации выдвигается гипотеза (8) о зависимости уровня долговой нагрузки от характеристик компании и факторов контрактной среды.

Вопрос о зависимости структуры собственности от факторов среды и индивидуальных характеристик компаний встал в 80-е годы, когда была выявлена прямая зависимость собственности менеджеров от волатильности показателей доходности компании [Demsetz, Lehn, 1985]. Позже в работах [Brown, Earle, 2000; Claessens, Djankov, 1999; Kumar, 2004] поставлена проблема эндогенности

переменных СС. В работе [Himmelberg et al., 1999] эндогенность СС объяснена ненаблюдаемой гетерогенностью среды; в работе [Brailsford et al., 2002] выявлена зависимость концентрации собственности от размера компании. Таким образом, результаты исследований последнего десятилетия позволили автору выдвинуть гипотезу (10) о зависимости структуры собственности от индивидуальных характеристик и контрактной среды компании.

Наконец, в ряде работ выдвигается предположение о возможности обратного направления зависимости, т.е. влияния ЭДК на структуру собственности [например, Кузнецов, Муравьев, 2002]. Модель (1) позволяет выявить наличие зависимости между СС и ЭДК, но в отсутствии временных рядов не позволяет сделать однозначный вывод о направлении этой зависимости. С целью выявления направления зависимости как альтернатива гипотезам 1 – 4 в работе выдвинута гипотеза (9) о наличии обратной причинно-следственной связи: зависимости СС от стратегической эффективности компании. Все гипотезы работы представлены в Таблице 2.

Гипотезы о потенциальной зависимости структуры собственности и структуры капитала от прочих характеристик компаний и факторов бизнес-среды привели к построению модели (2), задающей переменные структуры собственности (*INV_WO_G*) и структуры капитала (*DTA*) как эндогенные, т.е. определяемые внутри модели: (2)

$$Q = \alpha + (\beta_1, \dots, \beta_n) \overline{OS} + (\gamma_1, \dots, \gamma_m) \overline{BoD} + \eta DTA + \delta_1 \overline{USD_LTA} + \delta_2 \overline{GROWTH} + \delta_3 \overline{ST_DEV} + (\chi_1, \dots, \chi_k) \overline{D_IND} + (\mu_1, \dots, \mu_l) \overline{CD_COUNTRY} + \varepsilon$$

$$DTA = \alpha' + (\beta'_1, \dots, \beta'_n) \overline{OS} + \gamma' Q + \delta'_1 \overline{USD_LTA} + \delta'_2 \overline{GROWTH} + \delta'_3 \overline{ST_DEV} + \varepsilon'$$

$$INV_WO_G = \alpha'' + \gamma'' Q + \eta'' DTA + \delta''_1 \overline{USD_LTA} + \delta''_2 \overline{GROWTH} + \delta''_3 \overline{ST_DEV} + \varepsilon''$$

где *Q* – коэффициент Q-Тобина;

\overline{OS} – вектор переменных, связанных со структурой собственности (%);

\overline{BoD} – вектор переменных, связанных с составом совета директоров.

Разработанная модель применена для анализа данных межстрановой выборки, собранной в процессе выполнения проекта научно-учебной лаборатории корпоративных финансов ГУ-ВШЭ. В выборку вошли 83 компании из западноевропейских стран (Италия, Испании, Германии), 81 компания из стран Восточной Европы (Румынии, Венгрии, Чехии, Польши и стран Прибалтики), а также 72 российские компании. В выборке представлены компании из 12 секторов экономики.

Таблица 2. Гипотезы исследования

№	Формулировка гипотезы
1	Доля акций в руках менеджеров положительно влияет на стратегическую эффективность при невысоком уровне собственности менеджеров и отрицательно – при высоком уровне собственности менеджеров
2	Уровень концентрации собственности положительно влияет на стратегическую эффективность на растущих рынках капитала
3	Доля акций в руках акционеров, вовлеченных в процесс корпоративного управления, положительно влияет на стратегическую эффективность
4	Доля акций в руках государства отрицательно влияет на стратегическую эффективность на растущих рынках капитала
5	Уровень долговой нагрузки компании отрицательно влияет на стратегическую эффективность
6	Доля независимых директоров в совете положительно влияет на стратегическую эффективность
7	Размер СД отрицательно влияет на стратегическую эффективность
8	Уровень долговой нагрузки зависит от характеристик компании и факторов контрактной среды
9	Структура собственности зависит от стратегической эффективности
10	СС зависит от характеристик компании и факторов контрактной среды

В Главе 3 «Эмпирический анализ взаимосвязи финансовой архитектуры и эффективности компаний в развитых странах и странах с растущими рынками капитала» проводится анализ описательной статистики данных по СС, структуре

капитала, структуре СД, ЭДК и контрольных переменных; проводится корреляционный и регрессионный анализ в целях верификации классической модели ЭДК, предложенной в Главе 2; проверяется состоятельность предпосылок об экзогенном характере СС и структуры капитала; проверяется наличие взаимовлияния ЭДК и СС с помощью составления системы одновременных уравнений и их регрессионного анализа двухшаговым методом наименьших квадратов. В качестве основных результатов Главы 3 можно выделить следующие.

Во-первых, результаты регрессионного анализа не позволяют отвергнуть гипотезу (3) о наличии положительного влияния доли акций в руках акционеров, вовлеченных в процесс управления, на стратегическую эффективность. Данный вывод совпадает с результатами верификации модели на подвыборках из компаний развитых стран и российских компаний. Для подвыборки компаний из стран Восточной Европы данная гипотеза отвергается: здесь большую роль играет концентрация собственности. Обратную зависимость стратегической эффективности от концентрации собственности в странах с растущими рынками капитала можно объяснить неразвитостью законодательства, которое позволяет крупным собственникам ущемлять права миноритариев, извлекая частные выгоды контроля. При этом была отвергнута гипотеза (1) о немонотонном влиянии собственности менеджеров (MAN) на ЭДК (Q). Это может быть объяснено, во-первых, невысоким качеством данных по собственности инсайдеров, во-вторых, небольшим количеством компаний в выборке, где переменная MAN принимает значения от 10 до 50%³.

Во-вторых, в работе отвергается гипотеза о влиянии государственной собственности на стратегическую эффективность, что подтверждает результаты исследования [Кузнецов, Муравьев, 2000], а также результаты ряда исследований на данных таких стран, как Болгария, Великобритания, Канада, Китай, Польша,

³ Данный интервал интересен для изучения, поскольку соответствующий пакет акций создает достаточную мотивацию для менеджера к наращиванию стоимости компании.

Румыния, Чехия и пр. [Angelucci et al., 2002; Galal et al., 1994; Shirley, Walsh, 2000; Tian, 2001; Vickers, Yarrow, 1988; Yarrow, 1986 и пр.].

В-третьих, гипотеза (5) об отрицательном влиянии структуры капитала на стратегическую эффективность не была отвергнута как на сквозной выборке, так и на подвыборке из компаний восточноевропейских стран. На данных развитых рынков гипотеза отвергается, что может быть объяснено, во-первых, близким к оптимальному уровню долга в компаниях, во-вторых, меньшей степенью несовершенства рынка капитала в странах Западной Европы.

В-четвертых, были получены результаты, подтверждающие значимость качества корпоративного управления как третьего компонента ФА для российских компаний. В данном случае очевидно наличие страновых особенностей. Для российских компаний было выявлена прямая зависимость между долей независимых директоров (IND_PERC) и стратегической эффективностью (Q), причем коэффициент при переменной IND_PERC значим на уровне 5%. При включении одного независимого директора в состав совета ЭДК увеличивается на 19%. Результаты регрессионного анализа на подвыборках из европейских компаний позволяют отвергнуть гипотезу (6) о наличии влияния доли независимых директоров на стратегическую эффективность. Одно из наиболее вероятных объяснений данного различия заключается в институциональных особенностях регионов. В Европе институт независимого директора получил развитие более 10-15 лет назад, поэтому на сегодняшний день преимущества независимости СД уже извлечены крупными европейскими компаниями. Тогда как в России вовлечение в совет независимых директоров оказывает позитивное влияние на дисциплину, прозрачность и прочие характеристики компании.

В-пятых, при верификации модели на всех подвыборках была выявлена зависимость стратегической эффективности от контрольных переменных: обратная зависимость от размера компании, заданного натуральным логарифмом

активов, и прямая зависимость от темпа роста. Влияние темпа роста было выявлено как для межстрановой выборки, так и для подвыборки, состоящей из российских компаний. Выявлено также негативное влияние уровня риска компании на эффективность ее деятельности при верификации модели на данных компаний Восточной и Западной Европы. Отсутствие негативного влияния уровня риска на рыночную эффективность в России можно объяснить меньшей несклонностью к риску российских инвесторов по сравнению с инвесторами в Восточной и Западной Европе. Страновые различия, выявленные при верификации модели классического типа (1), представлены в Таблице 3.

Таблица 3. Страновые различия, выявленные при верификации модели (1) на подвыборках компаний из стран Западной Европы, Восточной Европы и России.

	Западная Европа	Восточная Европа	Россия
INV_WO_G	0.47**	-	0.55**
3_MAJOR	-	-0.38	-
MUN_GOV_OWN	-	-0.35	-
IND_PERC	-	-	1.73**
DTA	-	-1.16*	-1.05
USD LTA	-0.12***	-0.10**	-0.18***
GROWTH	-	-	1.38***
ST_DEV	-0.67**	-0.25**	-
CONST	2.27***	2.33***	2.68***
Количество наблюдений	76	71	68
R sq	46%	30%	36%

Примечание. * - уровень значимости 10%; ** - уровень значимости 5%, *** - уровень значимости 1%, «-» - исключение переменной из модели.

Наконец, в третьей главе выполнена верификация модели (2), с целью проверить направление зависимости между структурой собственности и ЭДК (гипотеза 9), а также проверить потенциальную эндогенность переменных структуры собственности (INV_WO_G) и структуры капитала (DTA). Получен вывод об отсутствии значимой зависимости структуры капитала и структуры собственности от *ненаблюдаемых* факторов контрактной среды.

Результаты регрессионного анализа позволили сделать вывод об отсутствии значимой зависимости уровня долговой нагрузки (DTA) от таких индивидуальных характеристик компании как структура собственности, стратегическая эффективность, размер активов и темп роста. Это позволило автору рассматривать переменную структуры капитала (DTA) как экзогенную и изъять из модели (2) уравнение с DTA в качестве зависимой переменной.

Результаты анализа полученной системы уравнений методом двухшагового метода наименьших квадратов (МНК) позволили автору отвергнуть гипотезу (9) об обратном направлении причинно-следственной связи (reverse causality), однако позволили сделать вывод о зависимости собственности вовлеченных инвесторов (INV_WO_G) от размера компании (USD_LTA) и средних темпов роста за период наблюдения (GROWTH). В целом, 2-шаговый МНК подтвердил выводы, полученные с помощью обыкновенного МНК. Среди различий было отмечено следующее. Размер компании (USD_LTA) влияет на структуру собственности, но не влияет напрямую на эффективность, выраженную коэффициентом Q-Тобина. Влияние темпа роста на Q двояко: темп роста влияет как на структуру собственности, так и на Q напрямую. Наконец, при анализе методом 2-шагового МНК коэффициент при переменной INV_WO_G (2.00) больше, чем тот же коэффициент, полученный при использовании обычного МНК (0.60), что подтверждает вывод о весомости собственности вовлеченных инвесторов как инструмента управления стратегической эффективностью.

Таким образом, цель диссертационного исследования достигнута, что выражено в построении модели зависимости эффективности деятельности компании от ее финансовой архитектуры. Задачи исследования были решены, и **в заключении** представлены полученные выводы:

- обоснована необходимость применения интегрированной концепции финансовой архитектуры к моделированию эффективности деятельности компании;
- разработана модель влияния компонентов финансовой архитектуры, а именно структуры собственности, структуры капитала и качества корпоративного управления, на эффективность деятельности компании;
- продемонстрировано положительное влияние доли акций в руках инвесторов, вовлеченных в процесс управления компанией, на стратегическую эффективность российских и западноевропейских компаний и отсутствие влияния на эффективность восточноевропейских компаний, где более значимыми являются факторы государственной собственности и концентрации собственности;
- продемонстрировано негативное влияние уровня долговой нагрузки на стратегическую эффективность на растущих рынках капитала и отсутствие влияния в странах Западной Европы;
- показано положительное влияние доли независимых директоров в совете директоров на стратегическую эффективность российских компаний, в то время как для европейских компаний продемонстрирована незначимость данного показателя качества корпоративного управления;
- отклонена гипотеза об обратной причинно-следственной связи, т.е. продемонстрирована независимость структуры собственности от ЭДК;
- использование модели из двух одновременных уравнений с эндогенной структурой собственностью позволило подтвердить выводы, полученные с помощью классической модели, и выявить опосредованный характер влияния размера компании и темпов роста на ЭДК.

Результаты исследования позволяют рекомендовать вовлечение в активное управление компанией ее акционеров, а также включение в состав совета независимых директоров, что позволит увеличить эффективность российских компаний. Снижение уровня долговой нагрузки также позволит повысить стратегическую эффективность крупных компаний на растущих рынках капитала, что на сегодняшний день уже подтверждено последствиями мирового финансового кризиса.

Потенциальные направления развития моделирования эффективности деятельности компании на основе интегрированного подхода включают, во-первых, перенос акцента с финансового капитала на капитал интеллектуальный, что требует учета в модели эффективности интеллектуального капитала; во-вторых, учета характера бизнес-среды компании. Помимо этого, необходимо верифицировать модель на панели данных, включающей наблюдения за несколько лет, что позволит продемонстрировать влияние финансовой архитектуры компаний на ЭДК в динамике.

Список опубликованных работ по теме диссертации

Работы, опубликованные автором в ведущих рецензируемых научных журналах, рекомендованных ВАК Министерства образования и науки РФ:

1. Степанова А.Н. Структура собственности как элемент финансовой архитектуры компании // Финансы и бизнес. – 2009. №3. – 1.1 п.л. (в соавторстве с Ивашковской И.В., 1.1/0.6 п.л.).

Другие работы, опубликованные автором:

2. Степанова А.Н. Владеешь – управляй // Управление компанией. – 2008. №3. – Стр. 57-60. – 0.4 п.л.

3. Степанова А.Н. Финансовая архитектура фирмы. Структура собственности и корпоративная эффективность на растущих рынках капитала // Мировая экономика и глобализация: в 3 кн. / Отв. ред. – Ясин Е. Г. – М.: Изд. дом ГУ-ВШЭ, 2009. – Кн. 3, стр. 180-187. – 0.5 п.л. (в соавторстве с Ивашковской И.В., 0.5/0.3 п.л.).
4. Степанова А.Н. Влияние структуры собственности на корпоративную эффективность в условиях растущего рынка капитала. // Корпоративное управление и устойчивое развитие бизнеса: стратегическая роль советов директоров» / Отв. ред. И.В. Ивашковская. – М.: Издательство «Европа», 2008. – Стр. 63-67. – 0.5 п.л. (в соавторстве с Ивашковской И.В., 0.5/0.3 п.л.).
5. Степанова А.Н. Корпоративное управление и эффективность работы российских компаний: эмпирические исследования // Аналитический доклад к Четвертой Международной научно-практической конференции «Экономическое развитие в современном мире: динамика рыночных процессов и преобразование бизнес-среды», Екатеринбург, апрель 2007г. – Екатеринбург: Из-во Урал. Ун-та, 2007. – 3 п.л. (в соавт. с Ружанской Л.С., Ивашковской И.В. и др., 3 п.л. /0.3 п.л.).

Лицензия ЛР № 020832 от 15 октября 1993 г.

Подписано в печать 29 октября 2009 г. Формат 60x84/16

Бумага офсетная. Печать офсетная.

Усл. печ. л. 1.

Тираж 100 экз. Заказ № ____ Типография издательства ГУ - ВШЭ, 125319,

г. Москва, Кочновский пр-д., д. 3