

ДИВЕРСИФИКАЦИЯ БИЗНЕСА НА ОСНОВЕ СТРАТЕГИИ ОРГАНИЧЕСКОГО РОСТА: ПОТЕНЦИАЛ СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ НА РАЗВИТЫХ И РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ КАПИТАЛА

Скворцова И.В.¹

Статья посвящена исследованию эффективности диверсификации бизнеса на основе стратегии органического роста на развитых и развивающихся рынках капитала. Проанализированы различия в эффективности, а также в характере зависимости между степенью диверсификации и эффективностью деятельности компаний, диверсифицирующих свой бизнес через органический рост. Выявлены ключевые детерминанты эффективности диверсификации на основе стратегии органического роста.

На примере 365 компаний, из которых 104 компании представляют растущие рынки капитала и 261 компания относится к развитым рынкам капитала, за период 2009–2012 гг. выявлено, что на растущих рынках диверсификация бизнеса на основе стратегии органического роста разрушает стоимость компании на краткосрочном горизонте. На развитых рынках капитала стратегия диверсификации через органический рост создает стоимость как в краткосрочном, так и в долгосрочном периоде при умеренной и высокой степени диверсификации.

Для компаний с развитых рынков капитала эмпирически выявлена U-образная форма зависимости между степенью диверсификации и операционной, стратегической и долгосрочной стратегической эффективностью. На растущих рынках капитала выявлена линейная зависимость между степенью диверсификации и операционной и стратегической эффективностью. Ключевыми детерминантами стратегической эффективности диверсификации бизнеса на основе органического роста можно считать рентабельность для компаний с развитых и развивающихся рынков капитала, а также уровень финансового рычага и капиталоемкость для развитых рынков. К числу основных детерминантов долгосрочной стратегической эффективности для компаний с развитых рынков капитала следует отнести размер компании и рентабельность ее операций.

Ключевые слова: диверсификация бизнеса, органический рост, создание стоимости, эффективность деятельности компании, развитые рынки капитала, развивающиеся рынки капитала

JEL: G30, G32, G34

Введение

Диверсификация бизнеса продолжает оставаться одним из основных способов поддержания конкурентоспособности компаний на развитых и развивающихся рынках капитала. Компании на любом рынке сталкиваются с необходимостью выбора концепции дальнейшего развития, оценки целесообразности выхода на новые рынки, а также определения оптимального портфеля бизнесов. Стратегия диверсификации занимает центральное место при обсуждении общей конкурентоспособности и механизмов роста фирм (Бухвалов, Каткало, 2008).

На развитых рынках капитала возможности диверсификации бизнеса ограничены, что в первую очередь объясняется высоким уровнем конкуренции на данных рынках. Компании с развивающихся рынков капитала, напротив, активно развивают другие бизнесы или индустрии. В качестве возможных мотивов выбора стратегии диверсификации на растущих рынках капитала современными академическими исследователями называется поиск лучших перспектив роста и более высокие показатели эффективности деятельности (Bettis, 1981), а также возможная реакция на политическую нестабильность, неопределенность будущих денежных потоков (Jensen, 1986; Johnson, Thomas, 1987) даже в тех случаях, если выбор стратегии диверсификации сопряжен с более высокими затратами на внутреннее корпоративное управление.

Следует принимать во внимание широкие возможности, которые открывают перед компаниями недостаточно зрелые отрасли растущих рынков капитала (Chen, Ho, 2000; Chow et al., 1996), что может обуславливать более высокие выгоды от стратегии диверсификации. Так, например, Т. Ханна и К. Палепу (Khanna, Palepu, 2000) доказали, что более высокая степень диверсификации может повышать эффективность деятельности компаний на развивающихся

1. Стажер-исследователь Научно-учебной лаборатории корпоративных финансов НИУ ВШЭ

рынках капитала в связи с неэффективностью рынков и особенностями институциональной среды. Как утверждают авторы, выбирая стратегию диверсификации, компании на растущих рынках капитала могут создавать свои внутренние рынки, которые могут оказываться эффективнее по сравнению с существующими внешними рынками.

Вне зависимости от выбора теоретической концепции, с помощью которой обосновывается выбор компаниями стратегии диверсификации бизнеса, большинство исследователей признает нелинейный характер зависимости между диверсификацией и эффективностью деятельности (Palich, Cardinal, Miller, 2000). При этом на развитых рынках капитала по мере увеличения диверсификации преимущества, ради которых компании выбирают данную стратегию, как правило, начинают теряться, что может, по мнению некоторых исследователей, обуславливать U-обратную форму зависимости между степенью диверсификации и эффективностью деятельности (Palich, Cardinal, Miller, 2000).

Особый интерес представляет тот факт, что в предкризисный и кризисный периоды эффективность конгломератов на развитых рынках капитала снова стала возрастать. Так, К. Куппусвами и Б. Виллалонга (Kuppuswamy, Villalonga, 2010) на примере выборки американских компаний за 2005–2009 гг. доказали, что в период мирового финансово-экономического кризиса скидка за диверсификацию на развитых рынках капитала существенно сократилась. В качестве объяснения возможных причин было названо, во-первых, большее проявление эффекта совместного страхования, которое является характерной чертой конгломератов, а во-вторых, повышение эффективности внутренних рынков капитала ввиду резкого сокращения возможностей внешних заимствований.

В рамках настоящей статьи осуществлен сравнительный анализ эффективности диверсификации бизнеса на основе стратегии органического роста на развитых и развивающихся рынках капитала после финансово-экономического кризиса 2007–2009 гг. Нами идентифицируются различия в эффективности, а также в характере зависимости между степенью диверсификации и эффективностью деятельности компаний, диверсифицирующих свой бизнес через органический рост. Мы также выявляем ключевые детерминанты эффективности диверсификации бизнеса на основе стратегии органического роста. Впервые эффективность диверсификации оценена посредством экономической прибыли. Выявлено, что характер зависимости между степенью диверсификации на основе стратегии органического роста и экономической прибылью носит U-образный характер на развитых рынках капитала и линейный характер на развивающихся рынках капитала.

Теоретические основания

В настоящей работе под диверсификацией бизнеса мы понимаем присутствие компании на нескольких различных продуктовых рынках, которые могут быть классифицированы в качестве отдельных направлений деятельности (Pils, 2009).

Вслед за И.В. Ивашковской и А.Н. Степановой (Ивашковская, 2011; Степанова, 2009) эффективность диверсификации бизнеса классифицируется в работе на операционную и стратегическую. К операционной эффективности отнесена характеристика результативности основной деятельности компании, измеряемая бухгалтерскими и техническими параметрами. Под стратегической эффективностью деятельности компании понимается успешность реализации корпоративной стратегии, которая означает эффективность функционирования всех механизмов компании, которые задействованы в ее реализации (Ивашковская и др., 2013).

В рамках стратегической эффективности вслед за Д.Ю. Щербаковым (Щербаков, 2013) мы выделяем две категории показателей. Под стратегической эффективностью мы понимаем показатели эффективности, учитывающие фундаментальные процессы, происходящие в компании, но не отражающие ожидания инвесторов. Под долгосрочной стратегической эффективностью мы понимаем показатели, позволяющие в той или иной степени учитывать ожидания инвесторов (например, Q Тобина и др.).

К числу характеристик, определяющих стратегическую эффективность диверсификации бизнеса, могут быть отнесены структурные характеристики, которые в той или иной степени влияют на реализацию данной стратегии. В рамках настоящей статьи рассмотрим характеристики, обусловленные способом реализации стратегии диверсификации, а именно – органическим ростом.

Вопрос взаимосвязи степени диверсификации и эффективности работы компании в зависимости от реализуемой стратегии развития достаточно хорошо разработан в области стратегического менеджмента (Porter, 1985; Buzzell, Gale, 1987; Hitt, Hoskisson, Kim, 1997; Scherer, Ross, 1990). Вместе с тем нами не было выявлено комплексных исследований, в которых бы рассматривалась эффективность диверсификации в зависимости от способа реализации данной стратегии с позиции корпоративных финансов, включая анализ характера зависимости между степенью диверсификации и эффективностью деятельности фирмы.

Выбор компанией стратегии роста зависит от возраста и размера компании, а также от отрасли присутствия (Penrose, 1995; Aktas, Bodt, Roll, 2013). В случае диверсификации бизнеса на основе стратегии органического роста компания сохраняет возможности большего контроля, а также существующую в компании организационную культуру. Во-первых, менеджеры лучше знают и понимают ситуацию внутри своих компаний, что теоретически должно способствовать большей эффективности инвестиций. Во-вторых, в случае развития за счет внутренних ресурсов практически минимизируется агентский конфликт по сравнению с возможными последствиями в случае присоединения других компаний или бизнес-единиц.

Диверсификация на основе стратегии органического роста позволяет сохранить различия организационных структур, которые в случае неорганического роста могут приводить к разрушению стоимости компаний (Datta, 1991). Как показал в своем исследовании Дж. Барни (Barney, 1988), стратегии органического роста менее подвержены враждебным действиям со стороны других игроков рынка, что в итоге создает для компании существенные преимущества на рынке капитала.

На растущих рынках капитала в силу их недостаточной развитости компании могут использовать стратегию диверсификации бизнеса как инструмент создания тех институтов или образований, которые отсутствуют или оказываются неэффективными во внешней среде (например, Lins, Servaes, 1999). Данный факт свидетельствует о том, что диверсификация посредством стратегии органического роста должна быть более эффективной на развивающихся рынках капитала, чем на развитых.

В связи с тем, что в современной академической литературе доминирующей является точка зрения о наличии U-образной формы зависимости между диверсификацией и эффективностью деятельности фирмы (Asrarhaghighi et al., 2013), все исследовательские гипотезы построены исходя из предположения о нелинейном характере взаимосвязи между степенью диверсификации и эффективностью.

Группа 1 гипотез, касающихся развитых рынков капитала

Гипотеза 1.1. Стратегическая эффективность линейно снижается при увеличении степени диверсификации.

Гипотеза 1.2. Долгосрочная стратегическая эффективность линейно снижается при увеличении степени диверсификации.

Гипотеза 1.3. Операционная эффективность повышается при низкой степени диверсификации и понижается при высокой степени диверсификации.

Группа 2 гипотез, касающихся развивающихся рынков капитала

Гипотеза 2.1. Стратегическая эффективность понижается при низкой степени диверсификации и повышается при высокой степени диверсификации.

Гипотеза 2.2. Долгосрочная стратегическая эффективность понижается при низкой степени диверсификации и повышается при высокой степени диверсификации.

Гипотеза 2.3. Операционная эффективность понижается при низкой степени диверсификации и повышается при высокой степени диверсификации.

Описание данных и методология

Описание данных

Характеристика исследуемой выборки. Исследование выполнено на основании данных публичных компаний с развитых и развивающихся рынков капитала. Развитые рынки капитала анализируются на примере трех крупнейших экономик стран Западной Европы: Германии, Франции и Италии. В качестве развивающихся рынков капитала выбраны крупнейшие раз-

вивающиеся рынки России, Бразилии, Китая и Южной Африки. Выборка компаний сформирована на основании данных информационно-аналитической базы S&P Capital IQ.

В выборку включались компании, соответствующие следующим критериям: 1) компания должна быть публичной; 2) она обязана функционировать и вести финансовую отчетность в соответствии со стандартами МСФО или US GAAP на протяжении всего периода наблюдения; 3) должна иметь данные по SIC-кодам; 4) необходимы сведения о бирже, где было проведено первичное размещение акций.

Период наблюдения ограничен с 2009 по 2012 год. В работе не рассматриваются компании финансового сектора, у которых SIC-код основной отрасли промышленности (primary SIC-code) находится в диапазоне от 6000 до 6999.

Для оценки эффективности диверсификации бизнеса посредством стратегии органического способа из компаний выборки были отобраны только те компании, которые развивались с помощью внутренних способов и за весь период наблюдения не совершили ни одной сделки слияний и поглощений. Все сделки слияний и поглощений по всем компаниям выборки были проверены средствами информационно-аналитической базы S&P Capital IQ. Сделка слияний и поглощений фиксировалась по году ее закрытия. В том случае, если в течение периода наблюдения компания закрыла хотя бы одну сделку слияний и поглощений, компания относилась к группе компаний, диверсифицирующих бизнес на основе стратегии неорганического роста.

Таким образом, в финальную выборку вошли 365 компаний: из них 104 компании относятся к компаниям с развивающихся рынков капитала, а 261 компания представляет развитые рынки.

Описание независимых переменных

Стратегическая эффективность. Вслед за И.В. Ивашковской в качестве показателя стратегической эффективности деятельности нами был выбран показатель экономической прибыли (Ивашковская, 2011). Использование данного показателя позволяет ответить на вопрос, каким образом изменяется фундаментальная стоимость компании в течение периода наблюдения.

В связи со сложностями определения рыночной стоимости долга показатель экономической прибыли был скорректирован до показателя экономической прибыли для собственного капитала, который рассчитывался по следующей формуле:

Equity Residual Income = (Return on equity – Cost of equity) * Equity invested.

Для оценки зависимостей вслед за Д. Щербаковым (Щербаков, 2013) в настоящей работе используется спред доходности, рассчитанный на основании показателей экономической прибыли для собственного капитала:

Equity Residual Income Spread или Equity Spread
= (Return on equity – Cost of equity).

Долгосрочная стратегическая эффективность. В качестве показателя, учитывающего ожидаемые результаты деятельности компании, в настоящей работе вслед за Л. Лангом и Р. Штульцем (Lang, Stulz, 1994), К. Линсом и Х. Серваэсом (Lins, Servaes, 1999) используется показатель Q Тоби́на.

Операционная эффективность. Для оценки операционной эффективности деятельности нами был выбран коэффициент рентабельности активов (Return on Assets, ROA) как показатель эффективности диверсификации, на который не влияют решения компании о финансировании (Gómez-Mejía, Palich, 1997; Ravichandran et al., 2009).

Описание зависимых переменных

Степень диверсификации. Вслед за К. Хиллом, М. Хиттом и Р. Хоскиссоном (Hill, Hitt, Hoskisson, 1992) и М. Герингером, С. Толманом, Д. Олсеном (Geringer, Tallman, Olsen, 2000) для оценки степени диверсификации в работе используются два индекса: индекс общей энтропии и индекс Херфиндаля-Хиршмана.

Опираясь на ранее проведенные исследования (Lang, Stulz, 1994; Berger, Ofek, 1995; Denis, Denis, Sarin, 1997 и др.), включая исследования, основанные на данных компаний с развивающихся рынков капитала (Lins, Servaes, 1999 и др.), при оценке степени диверсификации

используются данные по бизнес-сегментам присутствия в соответствии с тем, как они раскрываются самими компаниями в финансовой отчетности. Индекс общей энтропии и индекс Херфиндаля-Хиршмана рассчитаны на основании посегментной выручки компаний на уровне четырех знаков SIC-кода без учета внутригрупповых оборотов.

Контрольные переменные

Для того чтобы изолировать взаимоотношения между диверсификацией и эффективностью деятельности компании, мы вводим три группы контрольных переменных, которые базируются на проведенном анализе эмпирической литературы. Во-первых, это группа переменных, которые характеризуют деятельность самой компании: размер компании, капиталоемкость, структура финансирования, уровень технологического развития, рентабельность (Berger, Ofek, 1995; Campa, Kedia, 2002 и др.). Во-вторых, это переменные, которые характеризуют отрасли функционирования компании (Purkayastha, 2013 и др.). В-третьих, это переменные, которые описывают структурные характеристики, влияющие на реализацию стратегии диверсификации: стадия жизненного цикла организации и тип диверсификации (Beard, Dess, 1981; Guo et al., 2001; Martin, Sayrak, 2003 и др.). Кроме того, в периметр анализа включены фиктивные переменные, обозначающие год (Berger, Ofek, 1995; Bae, Kwon, Jang, 2011 и др.).

Таблица 1

Контрольные переменные, использованные в исследовании

Переменная	Формула расчета	Примеры теоретических исследований, на которых основан выбор переменной	Предполагаемый характер взаимосвязи
Размер компании (Firm size)	$Firm\ size = \ln\ total\ assets$	Chang, Wang, 2007; Andrés, Fuente, Velasco, 2014	Положительная взаимосвязь (развитые и развивающиеся рынки)
Капиталоемкость (Capital intensity)	$Capital\ intensity = Capital\ expenditures / Total\ revenues$	Berger, Ofek, 1995; Andrés, Fuente, Velasco, 2014	Положительная взаимосвязь (развитые рынки); отрицательная взаимосвязь (развивающиеся рынки)
Финансовый рычаг (Financial leverage)	$Financial\ leverage = Total\ debt / Book\ value\ of\ total\ assets$	Park, Jang, 2013; Andrés, Fuente, Velasco, 2014	Отрицательная взаимосвязь (развитые и развивающиеся рынки)
Уровень технологического развития (Intangibility)	$Intangibility = intangible\ assets / total\ assets$	Brahim, Arab, 2011; Щербаков, 2013	Положительная взаимосвязь (развитые и развивающиеся рынки)
Рентабельность (Profitability)	$Profitability = EBIT / Sales$	Berger, Ofek, 1995; Campa, Kedia, 2002; Santalo, Beccera, 2008	Положительная взаимосвязь (развитые и развивающиеся рынки)

Тип диверсификации был определен на основании SIC-кодов (Rumelt, 1982; M. Hitt et al., 1997). Если бизнес-сегменты компании принадлежат различным индустриям в рамках четырехзначных SIC-кодов в пределах одной и той же отраслевой группы в рамках двузначного SIC-кода, то бизнес-сегменты считаются связанными. Если бизнес-сегменты компании принадлежат различным индустриям в рамках четырехзначных SIC-кодов в пределах различных отраслевых групп в рамках двузначного SIC-кода, то бизнес-сегменты считаются несвязанными.

Для контролирования стадии роста все компании выборки были разделены на две группы: компании, которые находятся на стадии роста (Growth companies), и все остальные компании (Other companies). Если среднегеометрический темп роста выручки компании в течение 2009–2012 гг. превышает среднегеометрический темп роста сопоставимых компаний, то компания считается находящейся на стадии роста. Ко второй группе были отнесены все остальные компании выборки, которые находятся на других стадиях жизненного цикла.

Описательные статистики и корреляционная матрица

Анализ описательных статистик произведен на всей выборке компаний после удаления из выборки выбросов.

Описательные статистики. Развитые рынки капитала

Переменная	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROA	878	3,728796	8,75376	-66,2	77,1
Tobin Q	989	1,537192	1,31711	0,3675	10,9235
Equity spread	683	-9,00636	42,46211	-358,6811	128,3929
HHI	904	0,3149288	0,2612999	0	0,837199
Entropy index	673	0,5553847	0,4604719	0	1,94792
Company size	578	5,542487	1,759172	0,1133287	12,35729
Capital intensity	574	0,0727015	0,2210131	0	3,345455
Intangibility	575	0,0653867	0,11112454	0	0,707438
Leverage	576	0,2060283	0,2161569	0	2,214286
Profitability	576	-0,2468628	2,394723	-25,60976	0,9616088

Таблица 3

Описательные статистики. Развивающиеся рынки капитала

Переменная	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROA	369	4,666466	6,514279	-15,2	67,9
Tobin Q	384	1,369346	0,9162556	0,2576	6,8767
Equity spread	257	0,960286	23,22661	-116,4874	110,283
HHI	348	0,2953109	0,2834603	0	0,905969
Entropy index	258	0,5898646	0,5869729	0	2,597063
Company size	239	6,424076	1,93349	1,766442	11,39046
Capital intensity	236	0,1033743	0,1826546	0	1,5672
Intangibility	236	0,0747199	0,1766724	0	0,8084739
Leverage	238	0,2308827	0,2029672	0	1,64557
Profitability	235	0,0825125	0,3216109	-2,96	0,8432836

По уровню рентабельности активов компании с развивающихся рынков капитала в среднем превосходят компании с развитых рынков приблизительно в 1,3 раза. При этом для компаний Германии, Франции и Италии характерно более высокое отношение рыночной стоимости к балансовой стоимости активов. Спред доходности собственного капитала характеризуется высокой вариативностью значений, причем следует обратить внимание на то, что для развитых рынков он в среднем отрицателен, в отличие от растущих рынков, где данный показатель принимает в среднем положительные значения.

По размеру и объему нематериальных активов на балансах компании выборки схожи, однако компании с растущих рынков капитала больше инвестируют в свое развитие, что видно из соотношения показателей Capital intensity. Для реализации амбициозных планов по развитию компании с развивающихся рынков капитала активно привлекают долг, что находит отражение в более высоких значениях показателя Total debt/Total assets по сравнению с компаниями с развитых рынков капитала.

Анализ корреляционных зависимостей (см. табл. 4 и табл. 5) свидетельствует о незначительной вероятности наличия проблем с мультиколлинеарностью в связи с небольшими значениями корреляций между переменными (Gujarati, 1995). Наибольшие значения корреляции характерны для индекса общей энтропии и индекса Херфиндаля-Хиршмана, которые тестируются в рамках различных моделей.

Таблица 4

Корреляционная матрица. Развитые рынки капитала

	ROA	Tobin Q	Equity spread	Entropy index	HHI	Company size	Capital intensity	Intangibility	Leverage	Profitability
ROA	1,0000									
Tobin Q	0,4356	1,0000								
Equity spread	0,7383	0,2841	1,0000							

Entropy index	-0,0533	-0,1575	-0,0264	1,0000						
HHI	-0,0646	-0,1861	-0,0401	0,9811	1,0000					
Company size	0,0100	-0,0640	-0,0103	0,2629	0,2416	1,0000				
Capital intensity	-0,1868	-0,0313	-0,1737	-0,0843	-0,0836	-0,0735	1,0000			
Intangibility	0,0230	0,0223	-0,0078	0,0701	0,0578	0,0132	0,1456	1,0000		
Leverage	-0,1669	-0,2993	-0,0817	0,1802	0,1919	0,2835	-0,0162	-0,0526	1,0000	
Profitability	0,4990	-0,2230	0,4120	0,1282	0,1333	0,1286	-0,2516	-0,1085	0,0869	1,0000

Таблица 5

Корреляционная матрица. Развивающиеся рынки капитала

	ROA	Tobin Q	Equity spread	Entropy index	HHI	Company size	Capital intensity	Intangibility	Leverage	Profitability
ROA	1,0000									
Tobin Q	0,6390	1,0000								
Equity spread	0,7462	0,6168	1,0000							
Entropy index	-0,0817	-0,1012	-0,1788	1,0000						
HHI	-0,1094	-0,1355	-0,2009	0,9752	1,0000					
Company size	0,0944	0,0434	0,0125	0,1883	0,1622	1,0000				
Capital intensity	-0,0477	0,0037	-0,0848	0,0624	0,0528	0,1415	1,0000			
Intangibility	0,0480	-0,0246	0,0448	-0,0896	-0,0628	0,2063	-0,0789	1,0000		
Leverage	-0,1220	-0,1118	-0,1303	-0,0655	-0,0654	0,3353	0,0727	0,3011	1,0000	
Profitability	0,6266	0,3824	0,4211	-0,2008	-0,2115	0,1302	0,0702	0,2162	0,0909	1,0000

Для развитых и развивающихся рынков капитала характерна высокая значимая корреляция спреда доходности собственного капитала и показателя рентабельности активов, что подтверждает их тесную взаимосвязь. Выявлена положительная значимая корреляция между показателями, измеряющими степень диверсификации, и размером компании для компаний как с развитых, так и с развивающихся рынков капитала. Данный факт позволяет сделать вывод, что диверсифицированные компании и на развитых, и на развивающихся рынках капитала, как правило, крупнее, чем недиверсифицированные компании.

Методология исследования

Тестирование всех гипотез осуществлено с помощью обобщенного метода наименьших квадратов, исходя из предположения о наличии в моделях случайных эффектов.

Для проверки устойчивости результатов тестирования исследовательских гипотез все модели были протестированы как с помощью индекса общей энтропии, так и индекса Херфиндаля-Хиршмана. Далее в статье представлен анализ результатов с использованием индекса общей энтропии. Специально оговариваются те случаи, когда результаты тестов с использованием индекса общей энтропии и индекса Херфиндаля-Хиршмана оказываются различными.

Наличие проблемы эндогенности было протестировано с помощью теста Хаусмана, по результатам которого не была идентифицирована проблема эндогенности.

В соответствии с определенным выше подходом для тестирования групп 1 и 2 гипотез были последовательно протестированы на всей выборке компаний уравнения (1), (2), (3) отдельно для развитых и отдельно для развивающихся рынков капитала.

$$\begin{aligned}
 \text{Equity spread}_{it} = & \alpha_1 + \alpha_2 (\text{Diversification}_{it}) + \alpha_3 (\text{Diversification}_{it}^2) + \alpha_4 (\text{Company size}_{it}) + \alpha_5 (\text{Capital intensity}_{it}) + \alpha_6 (\text{Intangibility}_{it}) + \alpha_7 (\text{Leverage}_{it}) + \alpha_8 (\text{Profitability}_{it}) + \alpha_9 (\text{Industry dummies}_{it}) + \alpha_{10} \quad ; \quad (1)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 & 10(\text{Life cycle stage dummies}_{it}) + \alpha 11(\text{Diversification type dummies}_{it}) + \alpha \\
 & 12(\text{Year dummies}) + \epsilon \\
 Q \text{ Tobin}_{it} = & \alpha 1 + \alpha 2(\text{Diversification}_{it}) + \alpha 3(\text{Diversification}_{it}^2) + \alpha \\
 & 4(\text{Company size}_{it}) + \alpha 5(\text{Capital intensity}_{it}) + \alpha 6(\text{Intangibility}_{it}) + \alpha \\
 & 7(\text{Leverage}_{it}) + \alpha 8(\text{Profitability}_{it}) + \alpha 9(\text{Industry dummies}_{it}) + \alpha \\
 & 10(\text{Life cycle stage dummies}_{it}) + \alpha 11(\text{Diversification type dummies}_{it}) + \alpha \\
 & 12(\text{Year dummies}) + \epsilon \\
 ROA_{it} = & \alpha 1 + \alpha 2(\text{Diversification}_{it}) + \alpha 3(\text{Diversification}_{it}^2) + \alpha \\
 & 4(\text{Company size}_{it}) + \alpha 5(\text{Capital intensity}_{it}) + \alpha 6(\text{Intangibility}_{it}) + \alpha \\
 & 7(\text{Leverage}_{it}) + \alpha 8(\text{Profitability}_{it}) + \alpha 9(\text{Industry dummies}_{it}) + \alpha \\
 & 10(\text{Life cycle stage dummies}_{it}) + \alpha 11(\text{Diversification type dummies}_{it}) + \alpha \\
 & 12(\text{Year dummies}) + \epsilon
 \end{aligned}
 \quad ; (2)$$

где:

Diversification_{it} – степень диверсификации, измеренная посредством индекса общей энтропии и индекса Херфиндаля-Хиршмана;

Diversification_{it}² – степень диверсификации, измеренная посредством индекса общей энтропии и индекса Херфиндаля-Хиршмана и возведенная в квадрат для проверки на нелинейную форму зависимости (Park, Jang, 2013; Andrés, Fuente, Velasco, 2014 и др.);

Industry dummies_{it} – фиктивные переменные, которые принимают значение 1, если компания принадлежит к сельскохозяйственной отрасли, 2 – строительной отрасли, 3 – обрабатывающей промышленности, 4 – добывающей промышленности, 5 – торговле, 6 – сервисным компаниям, 7 – транспортной отрасли или отрасли общественных услуг;

Life cycle stage dummies_{it} – фиктивные переменные, обозначающие стадию жизненного цикла (индекс 1 для компаний на стадии роста, индекс 0 для всех остальных компаний);

Diversification type dummies_{it} – фиктивные переменные, обозначающие тип диверсификации (индекс 1 для связанной диверсификации, индекс 0 для несвязанной диверсификации);

Year dummies – фиктивные переменные, обозначающие каждый год в течение периода наблюдения.

Анализ полученных результатов

Для подтверждения гипотезы о U-образной форме зависимости между степенью диверсификации и эффективностью деятельности коэффициент при индексе общей энтропии или индексе Херфиндаля-Хиршмана должен быть отрицательным, а при возведении индексов в квадрат должен принимать положительное значение. Результаты регрессионного анализа показаны в таблице 6.

На выборке компаний с развитых рынков капитала, диверсифицирующих бизнес через стратегию органического роста, эмпирически выявлена взаимосвязь U-образной формы между степенью диверсификации и операционной, стратегической и долгосрочной стратегической эффективностью деятельности (см. табл. 6 и схему 1). Подобный характер зависимости между степенью диверсификации и эффективностью означает, что при незначительном уровне диверсификации эффективность снижается до определенного момента, после которого выгоды от диверсификации бизнеса начинают перевешивать затраты, связанные с реализацией данной стратегии.

Полученный результат может быть связан с особенностями горизонта наблюдения. В данной статье рассматривается период окончания кризиса и начала посткризисного периода, когда существенным образом осложнились возможности внешнего заимствования, что сделало более эффективным использование внутренних рынков капитала в Германии, Франции и Италии.

Результаты оценки эффективности диверсификации на основе стратегии органического роста на развитых и развивающихся рынках капитала (с использованием индекса общей энтропии)

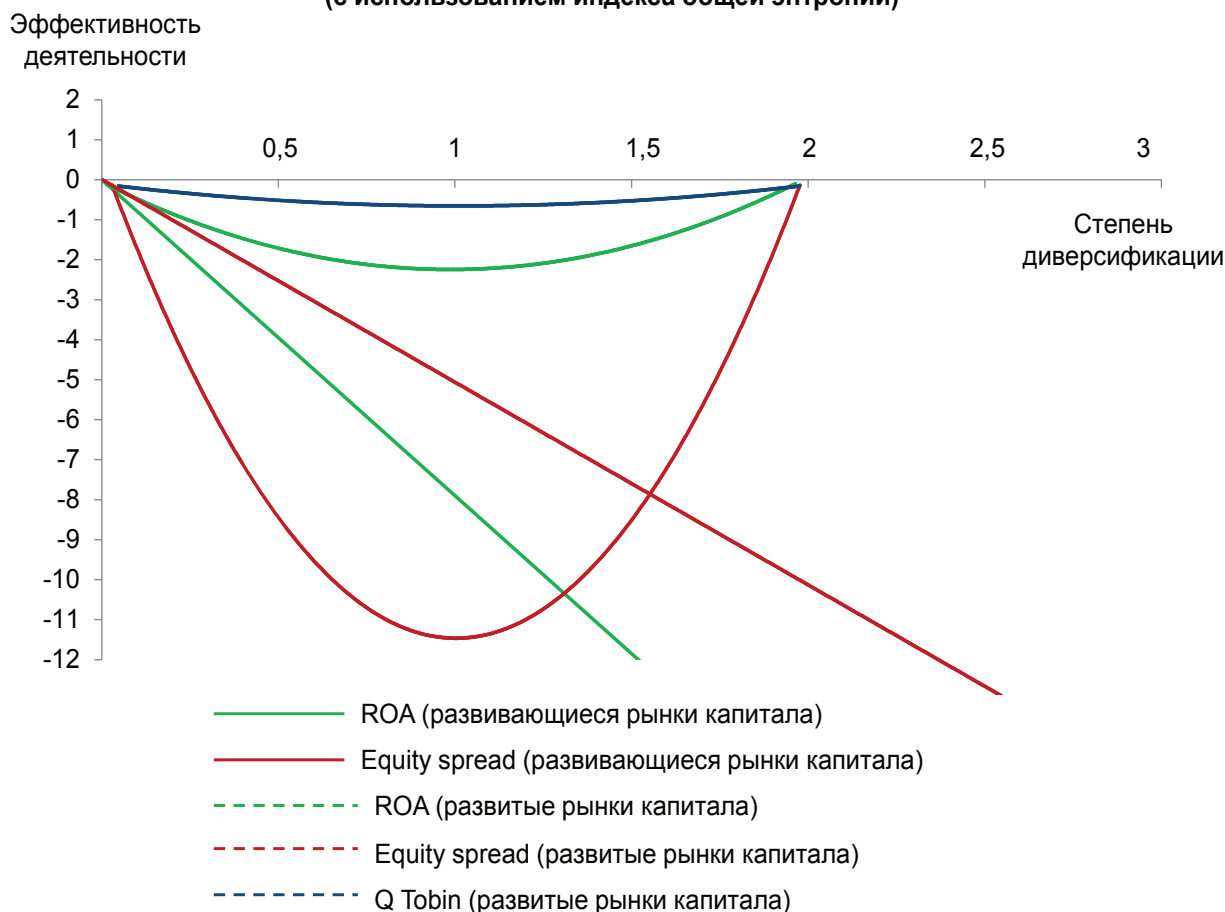


Схема 1. Результаты оценки эффективности диверсификации на основе стратегии органического роста на развитых и развивающихся рынках капитала

Комментарий: На графике изображены значения эффективности деятельности, которая зависит от степени диверсификации ($\alpha_1 * \text{Diversification level} + \alpha_2 * \text{Diversification level}^2$) для индекса энтропии, который на развитых рынках изменяется в диапазоне от 0 до 1,95, а на развивающихся – от 0 до 2,6.

Источник: Расчеты авторов

На развивающихся рынках капитала зависимость выявлена только между степенью диверсификации и операционной и стратегической эффективностью, причем форма зависимости носит линейный характер в случае использования индекса общей энтропии. Увеличение числа бизнес-сегментов присутствия разрушает стоимость компании на краткосрочном горизонте. В случае измерения степени диверсификации с помощью индекса Херфиндала-Хиршмана можно также сделать предположение о возможном наличии U-образной формы зависимости между степенью диверсификации и стратегической эффективностью. Полученный результат можно объяснить тем, что компании на растущих рынках капитала используют период кризиса для завоевания конкурентных позиций, что предполагает активную экспансию на новые продуктовые рынки для того, чтобы догнать или вытеснить зарубежных конкурентов. Принимая во внимание, что многие проекты могут быть недостаточно проработанными и реализовываться только для того, чтобы успеть воспользоваться сложившейся ситуацией, диверсификация органическим способом не приводит к созданию дополнительной стоимости, а наоборот снижает эффективность деятельности компаний в период наблюдения.

На выборке компаний Франции, Германии и Италии удалось эмпирически показать, что увеличение размеров компаний уменьшает возможности долгосрочного приращения стоимости. Данный результат может быть обусловлен тем, что в текущих условиях повышение уровня конкурентоспособности за счет увеличения размеров компании становится все более неэффективным, особенно в долгосрочной перспективе. Современные рынки требуют от компа-

ний разработки более современных технологических решений, нежели достижение выгодных условий с контрагентами в случае наличия у компании рыночной силы.

Таблица 6

Результаты тестирования на примере компаний, диверсифицирующих бизнес на основе стратегии органического роста (с использованием индекса общей энтропии)

Переменная	Развитые рынки			Развивающиеся рынки	
	Операционная эффективность (ROA)	Стратегическая эффективность (Equity spread)	Долгосрочная стратегическая эффективность (Tobin Q)	Операционная эффективность (ROA)	Стратегическая эффективность (Equity spread)
Diversification index	-4,47** (-2,34) ¹	-15,09** (-2,78)	-1,09** (-2,77)	-4,35 (-1,57)	-10,11 (-1,31)
Diversification index squared	2,36** (1,98)	8,21** (2,41)	0,61 ** (2,48)	1,02 (0,72)	2,05 (0,53)
Company size	0,13 (0,39)	0,46 (0,52)	-0,12** (-2,49)	0,45 (1,36)	0,21 (0,22)
Capital_intensity	-0,19 (-0,23)	-4,65** (-2,32)	-0,23 (-1,46)	-2,07 (-1,64)	-3,98 (-1,24)
Intangibility	0,36 (0,11)	1,88 (0,24)	-0,26 (-0,47)	1,73 (0,52)	13,03 (1,46)
Leverage	-7,36*** (-6,98)	-24,92*** (-6,16)	0,22 (0,96)	-3,85*** (-3,73)	-3,57 (-0,6)
Profitability	2,07*** (10,3)	3,98 *** (7,87)	-0,12*** (-4,28)	11,3*** (9,09)	33,56*** (4,77)
Dummy Industry3	4,09** (2,05)	7,93 (1,61)	0,21 (0,85)	1,49 (0,8)	8,45 (1,63)
Dummy Industry4	22,44*** (4,0)	29,6** (2,14)	1,58 ** (2,28)	8,3** (2,84)	14,43 (1,64)
Dummy Related diversification	0,94 (0,9)	3,26 (1,2)	0,43** (2,17)	3,94** (2,75)	11,29** (2,88)
Dummy Unrelated diversification	1,24 (1,12)	4,81* (1,7)	0,72*** (3,66)	2,83** (2,52)	9,14** (2,88)
Dummy 2009	0,33** (1,97)	1,73*** (3,95)	0,01 (0,07)	0,36 (1,43)	-0,5 (-0,77)
Dummy 2010	0,47** (3,07)	-0,7* (-1,74)	0,06* (1,67)	0,61** (2,59)	1,12* (1,92)
Dummy 2011	0,15 (1,09)	-0,59* (-1,66)	-0,08** (-2,5)	0,34 (1,46)	-1,52** (-2,57)
_cons	5,51 (1,59)	7,86 (0,89)	1,48** (3,26)	0,87 (0,28)	8,06 (0,92)
Количество наблюдений	536	511	512	204	196
R ²	0,3070	0,2876	0,1353	0,6292	0,3620
P-value	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Увеличение объемов капитальных затрат уменьшает стратегическую и долгосрочную стратегическую эффективность на развитых рынках капитала, а для компаний с растущих рынков капитала сокращает операционную эффективность. Увеличение объема нематериальных активов статистически значимо положительно влияет только на спред доходности собственного капитала на растущих рынках. Для компаний, которые выбирают органический путь для выхода на новые продуктовые рынки, увеличение долга в структуре капитала снижает текущую операционную эффективность на развитых и развивающихся рынках, а также стратегическую эффективность на развитых.

Таким образом, мы отвергаем группу 1 гипотез, касающихся характера взаимосвязи между степенью диверсификации и эффективностью на развитых рынках капитала (на 5%-ном уровне значимости для показателей операционной, стратегической и долгосрочной стратегической эффективности).

Мы также отвергаем гипотезы 2.1 и 2.3, которые касаются характера взаимосвязи между степенью диверсификации и эффективностью для случаев диверсификации бизнеса на основе стратегии органического роста (на 15%-ном уровне значимости для показателя операционной эффективности) на растущих рынках капитала. Мы отвергаем гипотезу 2.2 ввиду выявленной статистической незначимости показателей степени диверсификации для долгосрочной стратегической эффективности на развивающихся рынках капитала.

Заключение

Подводя итог вышесказанному, можно сделать вывод о том, что на развитых рынках капитала стратегия диверсификации через органический рост создает стоимость как в краткосрочном, так и в долгосрочном периоде при умеренной и высокой степени диверсификации. При этом на развивающихся рынках капитала диверсификация бизнеса через органический рост разрушает стоимость компании на краткосрочном горизонте.

Ключевыми детерминантами операционной эффективности диверсификации через стратегию органического роста на развитых и растущих рынках капитала являются уровень финансового рычага и рентабельность. Ключевыми детерминантами стратегической эффективности диверсификации бизнеса через органический рост можно считать рентабельность для компаний с развитых и развивающихся рынков капитала, а также уровень финансового рычага и капиталоемкость для развитых рынков. К числу основных детерминантов долгосрочной стратегической эффективности для компаний с развитых рынков капитала следует отнести размер компании и рентабельность ее операций.

Результаты данного исследования могут помочь в управлении современной корпорацией при прогнозировании возможных изменений эффективности работы компании при уменьшении или увеличении числа бизнес-сегментов под управлением, а также могут быть использованы руководством компаний при определении концепции дальнейшего развития.

Список литературы

1. Бухвалов А.В., Каткало В.С. Современные трактовки стратегий диверсификации // Российский журнал менеджмента. 2008. № 1. С. 57–64.
2. Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров. М.: ИНФРА-М, 2011.
3. Ивашковская И.В., Григорьева С.А., Кокорева М.С., Степанова А.Н. и др. Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитала): Монография. М.: ИНФРА-М, 2013.
4. Степанова А.Н. Влияние финансовой архитектуры компании на ее эффективность в условиях растущих рынков капитала. Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. Москва, 2009.
5. Щербаков Д.Ю. Эффективность стратегий международной диверсификации компаний на развивающихся рынках капитала. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. Москва, 2013.
6. Aktas, N., Bodt, E. d., Roll, R. (2013), Learning from repetitive acquisitions: Evidence from the time between deals, Journal of Financial Economics, 108(1) (2013) 99–117.
7. Andrés, P. de, Fuente, G. de la, Velasco, P. (2014), Growth opportunities and the effect of corporate diversification on value, The Spanish Review of Financial Economics, 12 (2, July-December) (2014) 72–81.
8. Asrarhaghighi, E., Rahman, A.A., Sambasivan, M., Mohamed, Z.A. (2013), Diversification Strategy and Performance Studies: Results, Measures, and Sampling Design, Journal of Advanced Management Science, 1(1) (2013) 12–18.

9. Bae, S.C., Kwon, T.H., Jang, W. L. (2011), Does corporate diversification by business groups create value? Evidence from Korean chaebols, *Pacific-Basin Finance Journal*, 19 (2011) 535–553.
10. Barney, J.B. (1988), Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: Reconsidering the relatedness hypothesis, *Strategic Management Journal*, 9(S1) (1988) 71–78.
11. Beard, D.W., Dess, G.G. (1981), Corporate-Level Strategy, Business-Level Strategy, and Firm Performance, *Academy of Management Journal*, 24(4) (1981) 663–688.
12. Berger, P.G., Ofek, E. (1995), Diversification's effect on firm value, *Journal of Financial Economics*, 37 (1995) 39–65.
13. Bettis, R.A. (1981), Performance differences in related and unrelated diversified firms, *Strategic Management Journal*, 2(4) (1981) 379–393.
14. Brahim, H.B., Arab, M.B. (2011), The Effect of Intangible Resources on the Economic Performance of the Firm, *Journal of Business Studies Quarterly*, 3(1) (2011) 36–59.
15. Buzzell, R., Gale, B. (1987), *The PIMS Principles: Linking Strategy to Performance*. New York: Free Press.
16. Campa, J.M., Kedia, S. (2002), Explaining the diversification discount, *The Journal of Finance*, 57 (2002) 1731–1762.
17. Chang, S.C., Wang, C.F. (2007), The Effect of Product Diversification Strategies on the Relationship Between International Diversification and Firm Performance, *Journal of World Business*, 42(1) (2007) 61–79.
18. Chen, S. S., Ho, K. W. (2000), Corporate diversification, ownership structure, and firm value: The Singapore evidence, *International Review of Financial Analysis*, 9(3) (2000) 315–326.
19. Chow, E.H., Chen, J.T., Chen, K.H. (1996), Family business, affiliated groups, and the value of Taiwanese firms, *Journal of Financial Studies*, 4(1) (1996) 115–139.
20. Datta, D.K. (1991), Organizational fit and acquisition performance: Effects of post-acquisition integration, *Strategic Management Journal*, 12(4) (1991) 281–297.
21. Denis, D.J., Denis, D.K., Sarin, A. (1997), Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification, *The Journal of Finance*, 52(1) (1997) 135–160.
22. Geringer, J.M., Tallman, S., Olsen, D.M. (2000), Product and International Diversification among Japanese Multinational Firms, *Strategic Management Journal*, 21 (2000) 51–80.
23. Gómez-Mejia, L.R., Palich, L.E. (1997), Cultural Diversity and the Performance of Multinational Firms, *Journal of International Business Studies*, 28(2) (1997) 309–335.
24. Guo, E., Keown, A.J., Sen, N. (2001), The impact of firm diversification and focus: The Japanese experience, *Pacific-Basin Finance Journal*, 9(3) (2001) 165–193.
25. Hill, L., Hitt, M.A., Hoskisson, R.E. (1992), Cooperative versus competitive structures in related and unrelated diversified firms, *Organization Science*, 3(4) (1992) 501–521.
26. Hitt, M.A., Hoskisson, R.E., Kim, H. (1997), International diversification: Effects on innovation and firm performance in product diversified firms, *Academy of Management Journal*, 40(4) (1997) 767–798.
27. Jensen, M.C. (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, 76 (1986) 323–329.
28. Jonhson, G., Thomas, H. (1987), The industry context of strategy, structure and performance: the UK brewing industry, *Strategic Management Journal*, 8 (1987) 343–361.
29. Khanna, T., Palepu, K. (2000), Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups, *The Journal of Finance*, LV (2) (2000) 867–891.
30. Kuppuswamy, V., Villalonga, B. (2010), Does Diversification Create Value in the Presence

- of External Financing Constraints? Evidence from 2007-2009 Financial Crisis, Harvard Business School, Working Paper (2010) 10–101.
31. Lang, L.H.P., Stulz, R.M. (1994), Tobin's q, corporate diversification, and firm performance, *Journal of Political Economy*, 102 (1994) 1248–1280.
32. Lins, K., Servaes, H. (1999), International evidence on the value of corporate diversification, *The Journal of Finance*, LIV(6) (1999) 2215–2239.
33. Palich, L.E., Cardinal, L.B., Miller, C.C. (2000), Curvilinearity in the Diversification Performance Linkage: An Examination of over Three Decades of Research, *Strategic Management Journal*, 21(2) (2000) 155–174.
34. Park, K., Jang, S. (2013), Capital structure, free cash flow, diversification and firm performance: A holistic analysis, *International Journal of Hospitality Management*, 33 (2013) 51–63.
35. Penrose, E.T. (1995), *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford: Oxford University Press.
36. Pils, F. (2009), Meta-Analysis on the Relationship between Diversification and Performance, *Diversification, Relatedness, and Performance* (2009) 9–61.
37. Porter, M.E. (1985), *Competitive advantage*. New York: Free Press.
38. Purkayastha, S. (2013), Diversification Strategy and Firm Performance: Evidence from Indian Manufacturing Firms, *Global Business Review*, 14(1) (2013) 1–23.
39. Ravichandran, T., Liu, Y., Han, S., Hasan, I. (2009), Diversification and Firm Performance: Exploring the Moderating Effects of Information Technology Spending, *Journal of Management Information Systems*, 25(4) (2009) 205–240.
40. Rumelt, R.P (1982), Diversification strategy and profitability, *Strategic Management Journal*, 3 (1982) 359–369.
41. Santalo, J., Becerra, M. (2008), Competition from specialized firms and the diversification-performance linkage, *The Journal of Finance*, 63(2) (2008) 851–883.