

# ФИНАНСОВАЯ АРХИТЕКТУРА КОМПАНИЙ НА РАЗНЫХ ЭТАПАХ ЖИЗНЕННОГО ЦИКЛА: ВЛИЯНИЕ НА ЭФФЕКТИВНОСТЬ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Степанова А.Н.<sup>1</sup>, Балкина Е.А.<sup>2</sup>

В данной статье представлены результаты изучения взаимосвязи между элементами финансовой архитектуры и эффективностью российских компаний, измеренной с помощью показателя Q Тобиана. Стадия жизненного цикла организации определяется исходя из сравнения темпов роста выручки компании за два смежных периода и среднеотраслевых темпов роста за соответствующие периоды. В исследовании выделяются три стадии жизненного цикла компании: стадия быстрого роста, стадия зрелости и стадия рецессии. Более ранние этапы жизненного цикла не рассматриваются в связи с характером выборки, включающей только крупные российские публичные компании. Результаты исследования показывают, что существуют значительные различия во влиянии структуры собственности, структуры капитала и характеристик совета директоров на эффективность компании в зависимости от этапа жизненного цикла, что доказывает необходимость учета стадии жизненного цикла компании при управлении компанией.

**Ключевые слова:** корпоративное управление; финансовая архитектура; эффективность; жизненный цикл компании; развивающиеся рынки

**JEL:** G32, G34

## Введение

Концепция жизненного цикла организации предполагает, что корпоративное управление претерпевает эволюцию, в то время как фирма проходит через различные стадии роста и зрелости. Существует несколько теорий жизненного цикла организации, все они разные, но все же имеют общие черты. Различия возникают в основном по двум причинам. Во-первых, авторы изучают разные типы организаций, что приводит к созданию различных моделей, а во-вторых, авторы ставят разные критерии для дифференцирования стадий жизненного цикла организации. В качестве последнего могут быть использованы такие характеристики, как структура, стратегия, система менеджмента и т.д. Пожалуй, наиболее известной и разработанной на сегодняшний день является модель жизненного цикла Грейнера (Greiner, 1998). Она состоит из пяти стадий: рост через креативность, рост через направление, рост через делегирование, рост через координацию и рост через сотрудничество. Определения стадии жизненного цикла осуществляется на основе нескольких критериев, среди которых наиболее важными являются корпоративное управление и контроль менеджеров. Еще одна общеизвестная моделью жизненного цикла – модель Адизиса (Adizes, 1988). Согласно ей, жизненный цикл организации также состоит из нескольких стадий: стадии выхаживания, стадии младенчества, стадии быстрого роста (go-go), стадии взросления, стадии расцвета организации и стадии зрелости.

Несмотря на значительные различия, все вышеуказанные модели жизненного цикла организации имеют общие допущения. Первое и наиболее важное предположение состоит в том, что двигатель всех изменений в организации – внутренний, то есть содержится в ней самой. Второе предположение подразумевает, что течение изменений в компании через стадии ее жизненного цикла заранее предопределено, все компании сталкиваются с одними и теми же проблемами, и, решая их, они испытывают определенные изменения. И наконец, концепция жизненного цикла базируется на предположении о том, что эти изменения являются кумулятивными, то есть каждая следующая стадия жизненного цикла основывается на изменениях, которые произошли в предыдущей стадии.

1. Канд. экон. наук, научный сотрудник, доцент, НИУ ВШЭ, Департамент финансов, Лаборатория корпоративных финансов.

2. Магистр экономики, НИУ ВШЭ, Стратегическое управление финансами фирмы; Humboldt University.

В исследовании рассматриваются два типа агентских конфликтов, возникающих в организации: конфликт между менеджерами и акционерами компании и между мажоритарными и миноритарными инвесторами. Внутренние механизмы решения этих конфликтов включают в себя, кроме прочего, структуру собственности, совет директоров и структуру капитала компании. В то время как первые три механизма являются элементами финансовой архитектуры, существуют также общий фактор, влияющий на степень выраженности и преобладания того и иного типа конфликта в организации, – это стадия жизненного цикла.

Финансовая архитектура, как и компания, которой она принадлежит, является динамической системой, с течением времени компания проходит через различные стадии жизненного цикла, претерпевая значительные изменения вследствие естественных процессов, происходящих как внутри нее, так и на рынке продукта компании. Финансовая архитектура компании также изменяется на протяжении жизненного цикла, адаптируясь под цели и нужды организации и создавая необходимые условия для дальнейшего роста. Рост в свою очередь является одним из основных показателей стадии жизненного цикла, он был выбран как основной показатель, определяющий нахождение организации на той или иной стадии ЖЦО.

### Обзор литературы и гипотезы

Внутренняя среда компании меняется относительно стадии трансформации, на которой она находится. Эффективность предприятий, находящихся на разных стадиях жизненного цикла, будет существенно отличаться при условии одинаковых структур собственности или системы менеджмента. Для того чтобы продлить свой жизненный цикл, достичь устойчивого развития, элементы финансовой архитектуры компании должны адаптироваться к изменениям стадии жизненного цикла (Ивашковская, 2012).

#### *Структура собственности и жизненный цикл компании*

Структура собственности через распределение корпоративного контроля определяет особенности агентских отношений в компании, являясь, таким образом, основой корпоративной системы управления, неизбежно будет оказывать различное влияние на эффективность на различных этапах жизненного цикла.

Агентская теория предусматривает существование двух типов агентских конфликтов структуры собственности: гипотеза мониторинга менеджеров компании, впервые предложенная Берли и Минз (Berle, Means, 1932), и гипотеза о конфликте интересов между мажоритарными и миноритарными инвесторами.

Согласно первой гипотезе, низкая концентрация собственности снижает как мотивацию, так и возможность собственников контролировать действия менеджеров, в то время как в структурах с концентрированной собственностью главные акционеры имеют возможность контролировать менеджеров и могут связывать их действия внутренним мониторингом. Таким образом, согласно данной гипотезе, концентрация собственности положительно связана с эффективностью компании (Jensen, Meckling 1976; Shleifer, Vishny 1986). Вторая гипотеза предполагает существование агентского конфликта между мажоритарными и миноритарными акционерами. Мажоритарные акционеры имеют больше возможности управлять компанией и поэтому склонны использовать это преимущество в целях удовлетворения собственных интересов за счет миноритариев.

Таким образом, с одной стороны, агентский конфликт положительно влияет на эффективность компании, но с другой – излишняя концентрация собственности позволяет мажоритарным акционерам сильно проникать в менеджмент, сдерживая энтузиазм и способность последнего к креативности. Результатом является ухудшение показателей эффективности компании (LaPorta et al., 1999).

Однако помимо концентрации собственности значительное влияние на существование агентских конфликтов, а значит, и на стратегическую эффективность компании, оказывают типы

собственников, таких как государство, иностранная собственность, а также собственность инсайдеров.

Особенно на ранних стадиях роста компании высокая концентрация собственности помогает улучшать эффективность принимаемых решений и устойчивость предприятия, для того чтобы совладать с растущим спросом, с одной стороны, и давлением конкурентов – с другой. В это время интересы владельца компании и миноритарных акционеров, скорее всего, совпадают, в то время как высокая концентрация контроля, с одной стороны, повышает энтузиазм предпринимателя, а с другой – его способность эффективно осуществлять контроль за действиями менеджеров (Shleifer, Vishny, 1997; Durnev, Kim, 2005).

Однако при повышении концентрации собственности до критического уровня у мажоритарного акционера могут возникнуть стимулы к оппортунистическому поведению, использованию растущих ресурсов компании в личных целях, что будет неизбежно приводить к снижению стратегической эффективности (McConnel, Servaes, 1990; Bai et al., 2005).

На стадии зрелости интересы мажоритарного и миноритарных акционеров начинают расходиться, агентский конфликт, сглаженный на предыдущем этапе общими интересами роста, начинает отрицательно воздействовать на эффективность. Мажоритарии могут использовать устойчивый свободный денежный поток в личных целях, усугубляя тем самым агентский конфликт второго рода. В дальнейшем, при росте доли мажоритарного акционера, этот эффект исчезает, в связи с тем что он уже не может извлекать личных выгод за счет миноритарных акционеров, так как сам владеет более чем существенной долей акций.

Иностранные собственники, не являясь, как правило, мажоритарными инвесторами, сглаживают агентский конфликт второго рода и служат тем самым гарантом сбалансированности структуры собственности, что положительно сказывается на стратегической эффективности компании (Haskel et al., 2007; Huang, Shiu, 2009). С другой стороны, высокая доля собственности в руках членов совета директоров свидетельствует о проникновении мажоритариев в структуры управления компанией, что усугубляет агентский конфликт второго типа, оказывая тем самым отрицательное воздействие на стратегическую эффективность компании.

Под угрозой падения цен на акции компании на стадии рецессии конфликт между внешними миноритарными и мажоритарными акционерами оказывается несерьезным, они связаны с общими интересами компании. Для того чтобы гарантировать эффективность инвестиций, миноритарные акционеры имеют достаточно оснований для сбора информации и осуществления эффективного менеджмента. При таких условиях концентрация собственности играет очень важную роль мониторинга, проведение которого затруднительно при структуре собственности с низкой концентрацией, что делает ее неэффективной для мониторинга работы менеджеров.

Таким образом, можно сформулировать следующие гипотезы о влиянии структуры собственности на стратегическую эффективность:

- H1a: На стадии роста концентрация собственности и стратегическая эффективность связаны нелинейно, наблюдается обратная U-образная зависимость.
- H2a: На стадии зрелости компании концентрация собственности связана со стратегической эффективностью нелинейно – отрицательная зависимость сменяется положительной.
- H3a: На стадии рецессии концентрация собственности положительно связана со стратегической эффективностью.

#### *Совет директоров и жизненный цикл компании*

Следующий компонент финансовой архитектуры компании относится к роли корпоративного управления, в частности совета директоров в эффективности деятельности компании. Действуя, с одной стороны, как советник высшего руководства компании, а с другой – как надзорный орган, позволяющий предотвращать агентские конфликты, совет директоров призван обеспечить благополучие всех акционеров компании.

Независимые директора играют важную роль в процедуре контроля над менеджерами, более того, в случае высокой концентрации собственности, когда состав совета преимущественно определяется мажоритарными акционерами, независимые директора также являются гарантом защиты интересов прав миноритарных акционеров. Так исследование, проведенное Филатотчевым и Бишопом (Filatotchev, Bishop, 2002), показало, что количество неисполнительных директоров повышает стоимость акций во время первоначального размещения. Положительная связь доли независимых директоров в составе наблюдательного совета компании и эффективность подтверждают результаты большинства современных исследований (Dahya et al., 2008; Ivashkovskaya, Stepanova, 2011).

Усиление контроля за действиями менеджеров на этапе зрелости может быть достигнуто за счет расширения совета директоров, поэтому на данном этапе развития компании размер совета директоров должен быть положительно связан с эффективностью, в то время как на стадии быстрого роста большой совет директоров скорее затруднял бы принятие решений (Hermalin, Weisbach, 1991; Mak, Kusandi, 2005). Дело в том, что проблема неэффективного взаимодействия большого совета директоров на этапе зрелости уже не стоит так остро, так как скорость принятия решений не так важна, как, например, опыт и внешние связи директоров (Delton et al., 1999; Kiel, Nicholson, 2003).

На стадии рецессии компании увеличение доли независимых членов директоров может быть связано с желанием низкоэффективных компаний подать положительный сигнал о качестве корпоративного управления. Так, в исследовании Эриксона и соавторов (Erickson et al., 2005), проведенном на данных канадских компаний с концентрированной структурой собственности, было показано, что низкоэффективные компании увеличивают количество независимых членов в составе совета директоров, однако положительной связи с Q Тобина обнаружено не было.

Таким образом, гипотезы о влиянии характеристик совета директоров на стратегическую эффективность российских компаний выглядят следующим образом:

- H1b: На стадии роста независимость совета директоров положительно связана с Q Тобина.
- H2b: На стадии зрелости размер совета директоров положительно влияет на стратегическую эффективность.
- H3b: На стадии рецессии независимость совета директоров отрицательно связана со стратегической эффективностью.

#### *Долговая нагрузка и жизненный цикл компании*

В работах, посвященных взаимосвязи долга и эффективности, на первый план выходят проблемы избыточного инвестирования и недоинвестирования (Myers, Stewart, 1977; Stulz, 1990). Предполагается, что долг может как положительно, так и отрицательно влиять на стоимость компании, однако разумно предположить, что для фирм, находящихся на стадии быстрого роста, с обширными инвестиционными возможностями, негативный эффект будет превалировать, так как при прочих равных высокий уровень долга будет сдерживать менеджеров от инвестирования, там самым оставляя эти возможности нереализованными, что создает негативный эффект на стоимость компании (McConnell, Servaes, 1995). Более того, при большой долговой нагрузке возникает отрицательный эффект издержек финансовой нестабильности, которые особенно велики в период экономического спада.

Соответственно, для фирм с небольшими инвестиционными возможностями на стадии рецессии высокий уровень долга при прочих равных будет удерживать от инвестирования в проекты с отрицательным чистым приведенным доходом. Таким образом, влияние долга на стоимость компании с низкими возможностями роста положительно (Lang et al., 1996). Однако, с другой стороны, высокая долговая нагрузка означает большую вероятность банкротства, а также издержек, с ней связанных. Таким образом, принимая во внимание тот

факт, что в рассматриваемый нами период входят как кризисные, так и посткризисные годы, вывод о положительном влиянии долга на эффективность компаний сделать нельзя.

Следовательно, долг оказывает различное влияние на стратегическую эффективность компании – в зависимости от стадии жизненного цикла, на которой находится компания:

- Н1с: На стадии роста долговая нагрузка отрицательно связана со стратегической эффективностью.
- Н2с: На стадии зрелости долг оказывает отрицательное влияние на стратегическую эффективность.
- Н3с: На стадии рецессии долг не оказывает значимого влияния на стратегическую эффективность компании.

В следующем параграфе авторами представлена методология тестирования сформулированных гипотез, включая формирование уравнения модели и введенные явные предположения.

## Эмпирическая модель и явные предположения

### *Методология выделения стадий жизненного цикла компаний*

Определение стадии жизненного цикла компании в общем случае является довольно сложной задачей для исследователя, так как помимо сложности выбора показателей для определения стадии жизненного цикла существует также проблема их относительности. Так, например, темпы роста компании могут сравниваться с темпами роста за соответствующий период отрасли, в которой оперирует данная компания, или, например общим темпом роста экономики страны.

В целях исследования был выбран подход, предполагающий сравнение темпов роста выручки компании со средними темпами роста выручки в соответствующей отрасли (Сао, 2010). В соответствии с предположением о том, что компании на стадии формирования не могут быть публичными, были выделены три стадии жизненного цикла: стадия роста, зрелости и рецессии. Суть метода заключается в том, что сравнивались темпы роста выручки компании за два смежных периода с темпами роста отрасли, к которой относится данная компания, за соответствующие периоды. Если темп роста компании за оба периода выше, чем средний темп роста соответствующей отрасли, то компания относилась к стадии роста. Если темпы роста компании за предыдущий период оказывались близки к среднерыночным, но ниже среднего темпа роста соответствующей отрасли во второй период, то компания относилась к стадии зрелости. Если темпы роста компании за два смежных периода оказывались ниже средних темпов роста отрасли, то компания относится к стадии рецессии. В соответствии с предыдущими исследованиями, использующими сравнительный подход (Сао, 2010), а также с учетом длины рассматриваемого периода был выбран период в три года.

У вышеописанного подхода, тем не менее, имеются существенные недостатки. Во-первых, темпы роста компании, даже относительные, не могут однозначно указать на стадию жизненного цикла, на которой находится компания. Интегрированный подход, предложенный Ивашковской и Янгелем (Ивашковская, Янгель, 2007), предусматривает расчет агрегированного показателя роста компании на основе показателей рыночной доли, объема продаж, чистой и экономической прибыли, коэффициента дивидендных выплат и может дать более точное определение стадий жизненного цикла. Однако применение данного подхода осложняется тем фактом, что необходимо иметь достаточно длинный временной ряд данных, что в реалиях российского рынка капитала существенно сократило бы выборку.

Таким образом, можно говорить не столько о стадиях жизненного цикла компании, сколько о стадиях ее роста, однако в дальнейшем термины стадии жизненного цикла и стадии роста будут использоваться как синонимы.

Исследование влияния финансовой архитектуры на эффективность на российском рынке капитала проводится с помощью эконометрического анализа панельных данных. Использование панельных данных в анализе позволяет не только снизить степень мультиколлинеарности между переменными, контролировать неоднородность объектов в выборке, но и снизить остроту проблемы пропущенных и ненаблюдаемых переменных.

На первом этапе исследования рассматривается взаимосвязь структуры собственности, параметров совета директоров и структуры капитала и стратегической эффективности компании, с использованием данных о российских компаниях за выбранный период. Далее, для определения влияния элементов финансовой архитектуры на эффективность в контексте жизненного цикла компании классическая модель строится на данных компаний, относящихся к разным стадиям жизненного цикла.

Общий теоретический вид модели выглядит следующим образом:

$$Q_p = \alpha_0 + (\beta_1 \dots \beta_n) \overline{Own}_p + (\gamma_1 \dots \gamma_m) \overline{BoD}_p + \delta CS_p + (\mu_1 \dots \mu_k) \overline{X}_p \quad (1)$$

где  $Q$  Тобина для объединенной выборки,

$\overline{Own}_p$  – вектор структуры собственности,

$\overline{BoD}_p$  – вектор параметров совета директоров,

$CS_p$  – структура капитала компании,

$\overline{X}_p$  – вектор контрольных переменных.

На втором этапе отдельно оцениваются модели по стадиям жизненного цикла:

$$Q_g = \alpha_0 + (\beta_1 \dots \beta_n) \overline{Own}_g + (\gamma_1 \dots \gamma_m) \overline{BoD}_g + \delta CS_g + (\mu_1 \dots \mu_k) \overline{X}_g \quad (2)$$

$$Q_m = \alpha_0 + (\beta_1 \dots \beta_n) \overline{Own}_m + (\gamma_1 \dots \gamma_m) \overline{BoD}_m + \delta CS_m + (\mu_1 \dots \mu_k) \overline{X}_m \quad (3)$$

$$Q_r = \alpha_0 + (\beta_1 \dots \beta_n) \overline{Own}_r + (\gamma_1 \dots \gamma_m) \overline{BoD}_r + \delta CS_r + (\mu_1 \dots \mu_k) \overline{X}_r \quad (4)$$

где коэффициенты  $g$ ,  $m$  и  $r$  при переменных означают стадию жизненного цикла: рост (growth), зрелость (mature), и рецессию (recession).

### Выбор переменных модели

В литературе, как правило, используются два подхода для определения стратегической эффективности деятельности компании. Первый, стоимостный, предусматривает использование коэффициента  $Q$  Тобина как меры эффективности. Второй подход основан на использовании показателей бухгалтерского учета, поэтому для целей настоящего исследования не может быть выбран как адекватная характеристика стратегической эффективности, в то время как показатель  $Q$  Тобина при предположении об эффективности рынка капитала отражает ожидания рынка об эффективности стратегических решений компании, ее финансовой, кадровой и маркетинговой политике.

Независимые переменные, используемые в исследовании, описаны в таблице 1, их можно разделить на три блока по элементам финансовой архитектуры компании: структура акционеров, характеристики совета директоров и структура капитала. Переменные, относящиеся к первому блоку, включают в себя как показатели концентрации собственности, так и показатели структуры собственности по типу собственников, таких как государство, иностранные собственники и совет директоров. Доля государственной собственности определяется как сумма прямой доли государства, плюс доля акций компании, которыми государство владеет через подконтрольные компании.

Для контроля существенных факторов, которые также могут оказать влияние на эффективность компании, в исследование был включен ряд переменных. Так, размер компании, изме-

ренный как натуральный логарифм общих активов компании (LogTA), с одной стороны, может оказывать положительное влияние на эффективность, так как при прочих равных снижает издержки финансовой неустойчивости; однако, с другой стороны, размер компании во многом повышает агентские издержки, что непосредственно отражается на ее рыночной стоимости. Об этом также свидетельствуют факты многочисленных исследований, показывающих, отрицательную связь размера компании с коэффициентом Q Тобина (Barnhart, Rosenstein, 1998; Ivashkovskaya, Stepanova, 2011).

Структура активов, измеренная с помощью отношения нематериальных активов к общим активам компании (Intang), также может оказывать влияние на эффективность. Согласно агентской теории, преобладание нематериальных активов существенно усиливает агентский конфликт между миноритариями и мажоритариями (Klapper, Love, 2004).

## Данные

Формирование выборки для тестирования гипотез исследования проводилось в два этапа. Во-первых, были отобраны все российские нефинансовые компании, как частные, так и публичные, имеющие достаточно данных для расчета темпов роста продаж за период с 2002 по 2011 год и историю не менее 6 лет. Далее, на основе вышеописанного метода сравнительных темпов роста определялась стадия роста, на которой находится компания. Всего в первоначальной выборке оказалась 261 компания, из них 113 находились на стадии роста, 45 – на стадии зрелости и 103 компании на стадии упадка (см. таблицу 2).

В таблице 2 представлено распределение компаний из конечной выборки по отраслям, а также по стадиям роста. Важно отметить, что большинство компаний, вошедших в конечную выборку, относится к стадии роста, что предположительно может свидетельствовать о положительной зависимости между прозрачностью предоставляемой информации и темпами роста.

Всего в выборку вошла 81 компания за период с 2004 по 2011 год, и эта выборка содержит 477 наблюдений по компаниям и годам. Однако выборка в данном исследовании является несбалансированной, что связано с тем фактом, что не все компании произвели первичное размещение акций на открытом рынке до 2004 года, а также с тем, что компании, имеющие историю за более ранние года, были, например, поглощены до 2011 года.

Данные о финансовых показателях, показателях корпоративного управления и структуре акционеров были собраны из разных источников. Данные по финансовым показателям получены из базы данных Worldscope, доступ к которой был предоставлен берлинским университетом имени Гумбольдта. Данные по показателям корпоративного управления и структуре акционеров были собраны из годовых и ежеквартальных отчетов российских компаний Лабораторией корпоративных финансов НИУ ВШЭ.

## Результаты исследования

Проверка гипотез в рамках предложенных моделей исследования, как было отмечено выше, проводилась сначала на объединенной выборке, а затем на каждой подвыборке по стадиям роста по отдельности.

### *Результаты эмпирического анализа влияния финансовой архитектуры компании на ее стратегическую эффективность: обобщенная выборка*

Для модели (1) тесты Хаусмана и Вальда показали преимущество использования модели с фиксированным эффектом.

Результаты регрессии, представленные в таблице 3, показывают, что для модели с индивидуальными эффектами наличие в составе акционеров владельца более 25% акций компании положительно влияет на эффективность. Мы также получили робастный по методам оценки

вывод о том, что государственная и иностранная собственность оказывают значимое положительное влияние на корпоративную эффективность, измеренную коэффициентом Q Тобина.

Среди характеристик совета директоров доля независимых директоров (Ind\_perc) оказывает значимое положительное влияние на эффективность компании. Полученный результат оказывается устойчивым для всех спецификаций модели, однако дамми-переменная наличия в совете независимого директора (Dind) оказалась незначимой.

Структура капитала оказывает значимое отрицательное влияние на эффективность, причем результат остается устойчивым для всех спецификаций модели.

*Результаты эмпирического анализа влияния финансовой архитектуры компании на ее стратегическую эффективность: выборка по стадиям роста*

Для эконометрического обоснования используемого подхода был проведен тест на возможность объединения выборок вне зависимости от фазы цикла, к которой принадлежат компании в выборке, который показал, что различия в поведении связей относительно стадии роста существуют, а значит, каждую стадию жизненного цикла необходимо рассматривать отдельно.

**Рост.** Модель (2) тестировалась на выборке российских компаний, находящихся на стадии роста. Были оценены две спецификации модели: модель с фиксированными эффектами фирм и модель с фиксированными эффектами отрасли. Выбор метода оценки как здесь, так и далее обусловлен результатами тестов Хаусмана и Вальда.

Концентрация собственности, измеренная с помощью суммарной доли собственности, находящейся в руках акционеров, владеющих более 5% акций компании (Bh\_own), переменной, отвечающей за наличие в составе акционеров крупного инвестора (Dbh) и долей мажоритарного инвестора не оказывают значимого воздействия на эффективность. Для проверки нелинейной зависимости между концентрацией собственности и Q Тобина была оценена регрессия, включающая квадрат собственности мажоритарного акционера (MainSq). Коэффициенты при переменных Main и MainSq предсказанного знака и значимы на 1%-ном уровне. Результаты подтверждают предположение о нелинейности зависимости между концентрацией собственности и эффективностью. Таким образом, доля мажоритарного акционера оказывает положительное влияние на эффективность при невысокой концентрации собственности, в то время как отрицательный коэффициент при MainSq свидетельствует о том, что зависимость меняет знак на противоположный – после некоего критического уровня собственности в руках мажоритарного инвестора усиление концентрации собственности будет снижать эффективность, что подтверждает гипотезу H1a. Критическое значение, рассчитанное по коэффициентам регрессии, равняется примерно 53%.

Следующий элемент финансовой архитектуры компании – совет директоров, аналогично результатам, полученным на объединенной выборке, показал значимое положительное влияние на эффективность. Данный результат подтверждает гипотезу H1b и соответствует большинству современных исследований о влиянии состава совета директоров на эффективность (Choi et. al., 2007; Chan, Li, 2008).

Структура капитала компании на стадии роста также имеет ожидаемый знак, однако значима только в регрессии с индивидуальными эффектами отрасли.

**Зрелость.** Результаты оценки модели (3) представлены в таблице 4. На стадии зрелости, в соответствии с гипотезой H2a, также обнаружена нелинейная зависимость между концентрацией собственности и эффективностью. Однако, в отличие от результатов, полученных на выборке быстрорастущих компаний, знаки при доле собственности мажоритарного акционера (Main) и MainSq противоположные. На стадии зрелости, до достижения критического значения в 51%, собственность мажоритарного акционера отрицательно влияет на эффективность, но на высоких уровнях концентрации собственности меняет знак на противоположный. Та-



ким образом, наблюдается U-образная зависимость между собственностью акционера, владеющего наибольшим процентом акций компании, и Q Тобина.

Действительно, на сформировавшемся рынке продукции, когда перед фирмой уже не стоят задачи быстрого роста и борьбы за место под солнцем, интересы мажоритарного и миноритарных акционеров начинают расходиться, агентский конфликт, сглаженный на предыдущем этапе общими интересами роста, начинает отрицательно воздействовать на эффективность. В дальнейшем, при росте доли мажоритарного акционера, этот эффект исчезает, в связи с тем что он уже не может извлекать личных выгод за счет миноритарных акционеров, так как сам владеет более чем существенной долей акций.

На данном этапе жизненного цикла компании существенное влияние на эффективность также оказывают типы собственников. Отрицательное влияние на Q Тобина оказывает собственность совета директоров компании. Полученные результаты также объясняются с точки зрения агентской теории. Как уже было сказано выше, на стадии зрелости на первый план выходит агентский конфликт между мажоритариями и миноритариями, так как на данном этапе развития он уже не может быть смягчен внешней средой, как в предыдущем случае. Высокая доля собственности в руках членов совета директоров свидетельствует о проникновении мажоритариев в структуры управления компании, что усугубляет агентский конфликт второго типа, оказывая тем самым отрицательное воздействие на стратегическую эффективность компании.

Коэффициент доли иностранной собственности (For\_own) положителен и значим, что свидетельствует о том, что на стадии зрелости иностранные инвесторы положительно влияют на эффективность. Иностранные собственники, не являясь, как правило, мажоритарными акционерами, служат гарантом сбалансированности структуры собственности, что положительно сказывается на стратегической эффективности компании.

Параметр системы корпоративного управления – доля независимых членов в составе совета директоров, – согласно результатам регрессии, не оказывает существенного влияния на эффективность компаний на стадии зрелости. Результаты регрессии также подтвердили гипотезу H2b о положительном влиянии размера совета директоров на эффективность на стадии зрелости. Усиление контроля над действиями менеджеров может быть достигнуто за счет расширения совета директоров, поэтому на данном этапе развития компании размер совета директоров положительно связан с эффективностью, в то время как на стадии быстрого роста большой совет директоров будет скорее затруднять принятие решений. Факт незначимости размера совета директоров на стадии быстрого роста не противоречит данной гипотезе, так как в среднем размер наблюдательного совета компаний на стадии роста значительно ниже, чем его размер у компаний, находящихся на стадии зрелости и рецессии.

Долговая нагрузка, как и ранее для объединенной регрессии и регрессии на данных растущих компаниях, отрицательно связана с эффективностью (гипотеза H2c).

**Рецессия.** Модель (4) тестировалась на выборке компаний, находящихся на стадии рецессии. Результаты регрессии представлены в таблице 4. Присутствие акционера, владеющего более 25% акций (Dbh), положительно влияет на эффективность, что соответствует гипотезе H3a, однако другие переменные концентрации собственности не показали значимой взаимосвязи с эффективностью.

Доля государственной собственности оказывает существенное положительное влияние на эффективность. Данная зависимость также была обнаружена на обобщенной выборке, однако только на стадии рецессии было найдено подтверждение этому факту.

Отрицательное влияние доли независимых членов в совете директоров на эффективность можно объяснить с позиции сигналинга. Возможно, независимые директора включаются в состав наблюдательного совета неэффективных компаний для того, чтобы подать положительный сигнал рынку, так как увеличение доли независимых директоров обычно трактуется как улучшение практики корпоративного управления (Bhagat and Black, 2002; Erickson et al.,

2005). Таким образом, в данном случае нетипичная зависимость степени независимости совета директоров может быть связана с проблемой обратной причинно-следственной связи или с проблемой пропущенной переменной, которой, например, может являться опытность независимых директоров, их осведомленность сферой деятельности компании, отраслевой спецификой и так далее.

Гипотеза о незначимости структуры капитала (НЗс) находит подтверждение на выборке компаний на стадии рецессии.

### Выводы и практическое применение

Первоочередной задачей данного исследования являлось обоснование различий в эффектах элементов финансовой архитектуры на стратегическую эффективность в зависимости от стадии роста, на которой находится компания. Проведенный эмпирический анализ показал, что влияние структуры собственности, характеристик совета директоров, а также структуры капитала в значительной степени варьируется в зависимости от стадии роста, на которой находится компания.

На стадии роста при невысокой концентрации собственности доля мажоритарного акционера оказывает положительное влияние на эффективность, однако данная зависимость меняет знак на противоположный, когда доля собственности увеличивается до 53%. Таким образом, усиление концентрации собственности до 53% будет увеличивать стратегическую эффективность компании, в то время как дальнейшее увеличение доли основного акционера будет ее снижать. На стадии зрелости также обнаружена нелинейная зависимость между концентрацией собственности и эффективностью. На стадии зрелости, до достижения критического значения в 51%, собственность мажоритарного акционера отрицательно влияет на эффективность, но на высоких уровнях концентрации собственности меняет знак на противоположный. Таким образом, наблюдается U-образная зависимость между собственностью акционера, владеющего наибольшим процентом акций компании, и Q Тобина. При этом присутствие акционера, владеющего более 25% акций, на стадии рецессии положительно влияет на эффективность. Таким образом, влияние структуры собственности варьируется в зависимости от стадии жизненного цикла компании.

Следующий элемент финансовой архитектуры компании – совет директоров, аналогично результатам, полученным на объединенной выборке, показывает значимое положительное влияние на эффективность на выборке компаний на стадии роста, однако не оказывает существенного влияния на эффективность компаний на стадии зрелости. Кроме того, было обнаружено отрицательное влияние доли независимых членов в совете директоров на эффективность для компаний, находящихся на стадии рецессии. Размер совета директоров оказался значим только на выборке компаний на стадии зрелости.

Долговая нагрузка растущих и зрелых компаний отрицательно связана с эффективностью. Однако зависимость между долговой нагрузкой и эффективностью для компаний, находящихся на стадии рецессии, не была найдена.

Полученные результаты могут быть использованы в качестве рекомендаций по повышению стратегической эффективности компаний и увеличению их стоимости. Когда компания находится на стадии роста, высокая доля мажоритарного акционера и независимый совет директоров при невысокой долговой нагрузке обеспечат высокую эффективность компании. При переходе компании на стадию зрелости важным шагом по увеличению эффективности компании является привлечение иностранных инвесторов при одновременном сохранении доли мажоритарного инвестора более 51%. Расширение совета директоров при исключении из его состава основного акционера также положительно повлияет на стратегическую эффективность компании на стадии зрелости. На стадии рецессии важную роль играет сохранение в составе акционеров владельца крупного пакета акций в более чем 25%.

1. Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров. М.: ИНФРА-М, 2012.
2. Ивашковская И.В., Янгель Д. О. Жизненный цикл организации и агрегированный показатель роста // Корпоративные финансы. 2007. № 4, т. 4. С. 97–110.
3. Adizes, I. (1988), *Corporate Lifecycles: How and Why Corporations growth and die and what to do about it*. Prentice-Hall: Englewood Cliffs, N.J.
4. Bai, C.E., Liu, Q., Lu, J., Song, F.M., Zhang, J. (2005), *Corporate governance and market valuation in China*, *Journal of Comparative Economics*, 32(4) (2005) 599–616.
5. Barnhart, S.W., Rosenstein, S. (1998), *Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis*, *The Financial Review*, 33(4) (1998), 1–16.
6. Berle, A., Means, G. (1932), *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.
7. Bhagat, S., Black, B. (2002), *The non-correlation between board independence and long-term firm performance*, *Journal of Corporate Law*, 27(2) (2002) 231–274.
8. Chan, K.C., Li, J. (2008), *Audit Committee and Firm Value: Evidence on Outside Top Executives as Expert-Independent Directors*. *Corporate Governance: An International Review*, 16(1) (2008) 16–31.
9. Choi, J., Park, S., Yoo, S. (2007), *The Value of Outside Directors: Evidence From Corporate Governance Reform In Korea*, *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 42(4) (2007) 941–962.
10. Dahya, J., Dimitrov, O., McConnell, J. (2008), *Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: a cross-country analysis*, *Journal of Financial Economics*, 87 (2008) 73–100.
11. Dalton, D., Daily, C., Johnson, J., and Ellstrand, A. (1999), *Number of directors and financial performance: a meta-analysis*, *Academy of Management Journal*, 42(6) (1999) 674–86.
12. Durnev, A., Kim, E.H. (2005), *To Steal or not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation*, *The Journal of Finance*, 60 (3) (2005) 1461- 1493.
13. Erickson, J., Park, Y.W., Reising, J., Shin, H.-H. (2005), *Board composition and firm value under concentrated ownership: The Canadian evidence*, *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4) (2005) 387–410.
14. Filatotchev, I., Bishop, K. (2002), *Board composition, share ownership, and Underpricing' of UK IPO firms*, *Strategic Management Journal*, 23(10) (2002) 941–955.
15. Greiner, L.E. (1998), *Evolution and revolution as organizations grow*, *Harvard Business Review*, 76(3) (1998) 55–68.
16. Haskel, J., Pereira, S., Slaughter, M. (2007), *Does inward foreign direct investment boost the productivity of domestic firms?* *Review of Economics and Statistics*, 89(3) (2007) 482–477.
17. Hermalin, B.E., Weisbach, M.S. (1991), *The effects of board composition and direct incentives in firm performance*, *Financial Management*, 20(4) (1991) 101–112.
18. Huang, R.D., Shiu, C.-Y. (2009), *Local Effects of Foreign Ownership in an Emerging Financial Market: Evidence from Qualified Foreign Institutional Investors in Taiwan*, *Financial Management*, 38(3) (2009) 567–602.
19. Ivashkovskaya I., Stepanova, A. (2011), *Does strategic corporate performance depend on corporate financial architecture? Empirical study of European, Russian and other emerging market's firms*, *Journal of Management & Governance*, 15(4) (2011) 603–616.
20. Jensen, M., Meckling, W. (1976), *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, *Journal of financial economics* 3(4) (1976) 305–360.

21. Kiel, G.C., Nicholson, G.J. (2003), Board Composition and Corporate Performance: how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance, *Corporate Governance: An International Review*, 11(3) (2003) 189–205.
22. Klapper, L.F., Love, I. (2004), Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets, *Journal of Corporate Finance*, 10(5) (2004) 703–728.
23. LaPorta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. (1999), Corporate Ownership Around The World, *The Journal of Finance*, 54(2) (1999) 471–831.
24. Lang, L., Ofck, E., Stulz, R.M. (1996), Leverage, investment and growth, *Journal of Financial Economics*, 40(1) (1996) 3–29.
25. McConnell, J.J., Servaes, H. (1990), Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics*, 27(2) (1990) 595–612.
26. Myers S.C. (1999), Financial Architecture, *European Financial management*, 5(2) (1999) 133–141.
27. Myers, S.C. (1977), Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5(2) (1977) 147–175.
28. Shleifer, A., Vishny, R.W. (1986), Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy*, 94(3) (1986) 461–488.
29. Shleifer, A., Vishny, R.W. (1997), A survey of corporate governance, *The Journal of Finance*, 52(2) (1997) 737–783.