

И. В. Ивашковская¹

канд. экон. наук, профессор, заведующая кафедрой экономики и финансов фирмы, заведующая Лабораторией корпоративных финансов Государственного университета — Высшая школа экономики (Москва)

А. Н. Степанова²

младший научный сотрудник Лаборатории корпоративных финансов, аспирантка кафедры экономики и финансов фирмы Государственного университета — Высшая школа экономики (Москва)

СТРУКТУРА СОБСТВЕННОСТИ И ЕЕ ВЛИЯНИЕ НА СТРАТЕГИЧЕСКУЮ ЭФФЕКТИВНОСТЬ КОМПАНИЙ

Финансовая архитектура — новый срез анализа компании

Современной компании свойственны несколько структурных характеристик, и их влияние на ее результаты исследуется обычно порознь. Во-первых, это касается исследований структуры собственности и голосов, формирующих фундамент контроля над компанией. Во-вторых, активно исследуется структура капитала, отражающая политику финансирования ее долгосрочного развития, когда тестируются теоретические концепции мотивов выбора такой политики, выявляются ключевые факторы (детерминанты), определяющие соотношение заемного и собственного капиталов в определенных экономических условиях. От ответов на данные вопросы зависят и оценки того, является ли структура капитала близкой к оптимальной, при которой минимизируется средневзвешенная ставка затрат на капитал и в конечном счете максимизируется стоимость компании. Третья характеристика охватывает структуру реализации внутрикорпоративного контроля через механизм корпоративного управления, ядро которого формирует деятельность совета директоров. Сюда же относятся исследования систем вознаграждения менеджмента и членов совета директоров, изменений в структурах компенсационных пакетов. Структуры корпоративного управления, как и самого совета директоров, составляют отдельную область исследований, внимание к которой растет в последние годы не только в связи с крупными корпоративными скандалами, но и благодаря постановке задачи оценки влияния корпоративного управления на корпоративную эффективность. В каждой из отмеченных областей исследований накоплены многочисленные работы и получены разноречивые оценки влияния исследованных структурных характеристик на эффективность компании. Между тем понимание воздействия отмеченных выше структурных характеристик самой компании на ее эффективность предполагает интегрированный взгляд.

¹ Эл. адрес: ivashkovskaya@yandex.ru

² Эл. адрес: anastasianstepanova@gmail.com

Такой подход возможен, на наш взгляд, в рамках постановки задачи анализа *финансовой архитектуры* компании. Данный термин введен в научный оборот С. Маейрсом (Myers, 1999) с несколькими целями. Во-первых, для демонстрации необходимости отказа от так называемых стилизованных моделей финансовых решений компании, выделяющих отдельный вид структурных характеристик как самостоятельный объект анализа, и поэтому для переноса акцента на интегрированный подход к анализу комплекса финансовых решений компаний и их влияния на ее результаты. Согласно Майерсу, «финансовая архитектура охватывает собственность (концентрированную или распыленную), организационно-правовую форму, стимулы, способы финансирования и распределения рисков между инвесторами». Во-вторых, финансовая архитектура как новый срез взгляда на компанию, по замыслу автора термина, фокусирует внимание на динамическом характере процессов в современной компании, их неизбежном ускорении при переходе к экономике знаний. Поэтому синонимом данного понятия, по мнению Майерса, является *финансовый дизайн*, или *финансовая организация*, что предполагает приспособление к изменяющимся условиям в конкурентной среде и на рынке капитала. В-третьих, финансовая архитектура как особая системная конструкция не может быть реализована без учета комбинации финансового и интеллектуального капиталов. Первый отражает стилизованный подход к анализу финансовых решений компании, а второй требует отхода от упрощенных трактовок структуры собственности, контроля, вознаграждения, политики финансирования и ее результата — структуры капитала. Наконец, стоит отметить, что корпоративное управление представляет собой непрерывный динамический процесс, происходящий в рамках сложившейся финансовой архитектуры и обусловленный сочетанием ее компонентов. Все стандартные практики корпоративного управления создаются в оболочке конкретной финансовой архитектуры. В таком случае структура собственности рассматривается как нечто интегрированное в систему структурных характеристик бизнеса. Она не является абсолютно экзогенным параметром, а определяется всей совокупностью институциональных факторов: страной, политикой, налоговой системой, уровнем развития экономики, бизнес-традициями, особенностями отрасли и т. д.

Учитывая выявленное рядом исследований существенное влияние структуры собственности и других компонентов финансовой архитектуры на корпоративную эффективность, рассмотрим вероятные механизмы этого влияния.

Структура собственности и корпоративная эффективность: результаты исследований и новые гипотезы

Анализ эффективности компании может проводиться на основе разных трактовок эффекта и показателей, в которых он может быть измерен. Не вдаваясь в детали, отметим, что с точки зрения методологии корпоративных финансов для оценивания эффекта необходимо опираться на концепцию стоимости компании. Следовательно, показатели, в которых нужно измерять эффективность компании для целей эмпирического тестирования влияния тех или иных структурных характеристик, как и самих финансовых решений, должны быть непосредственно увязаны со стоимостью компании и отражать ее оценки. Между тем в стоимости компании суммируются и преломляются разные стороны ее деятельности, и поэтому ее необходимо рассматривать как величину, в которой интегрированы ключевые результаты, отражающие корпоративную стратегию, меру ее реализации и сопровождающие ее разносторонние финансовые решения (об инвестициях, о финансировании, выплатах инвесторам). И стратегиче-

ские, и финансовые решения влияют на потоки денежных средств и на инвестиционные риски, и поэтому эти решения воплощаются в показателях стоимости компании и тенденции их изменения. Рассматривая эффективность компании с позиций методологии корпоративных финансов, мы считаем необходимым подчеркнуть, что речь должна идти об *эффективности исполнения корпоративной стратегии*. Именно такой смысл необходимо придать термину *corporate performance* в отличие от изучения эффективности в операционном ключе, что соответствует оценке операционной эффективности и производительности в компании¹.

Практически все эмпирические исследования берут за основу одну из двух базовых теоретических моделей. В 1976 г. Дженсен и Меклинг (Jensen, Meckling, 1976) выдвинули предпосылку, согласно которой менеджеры, владеющие небольшими пакетами акций, предпочитают извлекать из компании различные денежные выгоды, а не максимизировать стоимость компании. Причина этого — в недостаточной мотивации менеджеров к максимизации стоимости. В статье Лиланда и Пайла (Leland, Pyle, 1977) представлен другой взгляд на вопрос инсайдерской собственности. Авторы утверждают, что собственность менеджеров рассматривается рынком как сигнал качества компании. Эти теоретические исследования вызвали в финансовой среде дебаты по вопросу вознаграждения менеджеров и членов совета директоров.

В исследованиях структуры собственности, направленных на выявление возможного влияния степени ее концентрации и прав контроля на эффективность компании, на наш взгляд, можно выделить четыре ключевых этапа. Первое поколение работ было сфокусировано на тестировании гипотезы «поведения собственника-безбилетника» в случае распыленности собственности в компании. Основная гипотеза, выдвигаемая на данном этапе, — это негативное влияние распыленности собственности на показатели эффективности. Она основана на выявлении обратной связи между показателями эффективности и мерой степени контроля. Наиболее известные исследования этого типа связаны с работами 1960-х гг. (Monsen et al., 1968; Kamershen, 1968) и более поздней волной работ по компаниям США, Великобритании, Франции.

Второе поколение исследований перенесло акцент на взаимосвязь собственности менеджеров и угрозы враждебных поглощений компаний. Важный компонент эмпирических работ данного этапа — это постановка проблемы эндогенности степени концентрации собственности, ее заданности особенностями конкретной компании (Demsetz, Lehn, 1985). Итогом второго этапа исследований стало выдвижение гипотезы о наличии немонотонной зависимости между переменной контроля и зависимой переменной эффективности исполнения корпоративной стратегии, выраженной через показатели рыночной капитализации. Немонотонное влияние, описываемое кривой в форме перевернутой U, означает, что для небольших пакетов акций в руках менеджеров наблюдается прямая зависимость показателя эффективности и для больших пакетов, напротив, обратная зависимость (Morck et al., 1988).

Существенный шаг в исследованиях влияния структуры собственности сделан на третьем этапе, для которого свойственно усиление внимания к методам тестирования выдвинутых прежде гипотез за счет более активного использования панельного анализа и инструментальных переменных для устранения возможной эндогенности переменных. В результате в ряде исследований были сделаны выводы о том, что наблюдается противоположная зависимость: эффективность компании является фактором, определяющим уровень концен-

¹ Для этих целей применяются термины *efficiency* и *effectiveness*.

трации собственности в руках менеджеров (Kole, 1995). Другие авторы получили вывод о том, что и концентрация собственности в руках менеджеров, и эффективность, измеряемая через показатели рыночной капитализации, зависят от одних и тех же факторов (напр.: Himmelberg et al., 1999). Наконец, получены и статистически незначимые коэффициенты, не позволяющие сделать вывод о наличии связи структуры собственности и эффективности (Demsetz, Villalonga, 2001).

Современный, четвертый этап исследований отличается внесением дополнительных аспектов в модели тестирования, таких как правовая среда, избыточные права на присвоение потоков денежных средств (сверх прав, вытекающих из количества голосов), связанные с изучением блокирующих пакетов акций. Результаты этого этапа противоречивы. Так, Фацио и Ланг (Faccio, Lang, 2002) по данным европейских компаний и Ла Порты с соавторами (La Porta et al., 1999) по данным 27 стран не выявили никакой зависимости, а Клаэссенс с соавторами (Claessens et al., 2000) обнаружили обратную зависимость эффективности от наличия крупного собственника на выборке азиатских компаний.

Большинство исследований, проведенных на данных российских предприятий, также рассматривает лишь один из показателей структуры собственности, а именно концентрацию собственности в руках одного или нескольких собственников. В 2000 г. П. В. Кузнецов и А. А. Муравьев (Кузнецов, Муравьев, 2000), изучая данные по компаниям с 1995 по 1997 г., выявили нелинейную, U-образную связь между концентрацией собственности и рентабельностью российских компаний. А. Д. Радыгин и Р. М. Энтов (Радыгин, Энтов, 2001) выявили позитивное влияние концентрации собственности, а позже, в 2004 г., было продемонстрировано отсутствие значимого влияния концентрации на эффективность деятельности компаний (Структурные изменения..., 2004). В 2001 г. Р. И. Капелюшников (Капелюшников, 2001) продемонстрировал максимальную эффективность для компаний со средней концентрацией собственности (от 10 до 50% акций), похожие выводы сделал Гуриев с соавторами (Guriev et al., 2003), показав, что рост концентрации собственности положительно влияет на эффективность корпоративного управления для неторгуемых компаний. В 2004 г. Долгопятова (Долгопятова, 2004) на данных, полученных путем интервьюирования, показала, что наиболее эффективными в динамике выглядят компании со средним уровнем концентрации собственности, наименее эффективными — с низким уровнем концентрации. Позже в работе (Капелюшников, Демина, 2005) получили отрицательную зависимость между концентрацией собственности и показателями рентабельности и производственной эффективности. Получение столь различных результатов объясняется различием подходов к измерению эффективности деятельности компании, что, несомненно, повлияло на направление влияния концентрации структуры собственности на эффективность компаний.

Второй из интересующих нас показателей структуры собственности — собственность инсайдеров, или, другими словами, степень отделения контроля над предприятием от собственности. В исследовании корпоративного управления более 800 региональных средних российских компаний (Авдашева, Долгопятова, Пляйнес, 2007) был сделан вывод о том, что по формальным признакам совета директоров (состав и размер) компании с государственным участием не являются менее эффективными. В коллективной монографии (Российская корпорация..., 2007) приводятся результаты подробного обследования отделения контроля от собственности в российских компаниях. В результате исследования был сделан вывод о том, что чаще всего разделение владения и контроля проявляется в компаниях, где отсутствует второй центр собственности, т. е. присутст-

вует лишь один мажоритарий. Крупные акционеры становятся менеджерами при среднем уровне концентрации собственности, а генеральный директор назначается из числа акционеров при низком уровне концентрации.

Данная статья построена в русле результатов и методологии четвертого этапа эмпирических работ. Проведенное нами исследование вносит вклад в полученные академические результаты по следующим направлениям. Мы выявляем характер влияния структуры собственности российских компаний на эффективность, используя для ее оценки не бухгалтерские показатели, а коэффициент *Q*-Тобина, позволяющий рассматривать вопросы эффективности в ключе исполнения корпоративных стратегий. Собранный нами выборка позволяет оценить выявленное влияние в сравнении с результатами по группе компаний с других растущих рынков капитала и одновременно — с результатами по западно-европейским компаниям. Кроме того, мы тестируем возможную взаимосвязь двух элементов, входящих в финансовую архитектуру компаний: структуры собственности как параметра контроля и структуры капитала как параметра политики финансирования.

Рассмотрим выдвигаемые нами гипотезы. *Гипотеза 1*: рост доли акций в руках менеджеров вызывает повышение рыночной эффективности компании до тех пор, пока доля акций, принадлежащая менеджерам, не начинает провоцировать «окапывание менеджеров». Точка перегиба кривой зависимости зависит от странового фактора. Гипотеза основана на том, что в разных странах существуют свои традиции распределения прав собственности: так, например, во Франции в среднем 8–10% передается менеджерам и другим работникам компании, в Турции же все права собственности распределяются между членами одной семьи.

В 1988 г. Гроссман и Харт (Grossman, Hart, 1988) привлекли всеобщее внимание к агентскому конфликту между мажоритариями и миноритариями. С одной стороны, концентрация собственности в руках нескольких собственников усиливает интерес акционеров максимизировать ее стоимость, что часто приводит к усилению мониторинга деятельности менеджеров. С другой стороны, концентрация собственности ведет к дискриминации миноритарных акционеров, в частности путем извлечения мажоритариями частных выгод контроля. То есть влияние этого показателя неоднозначно и зависит от правовых институтов страны. Для изучения второго типа агентских конфликтов — между мажоритариями и миноритариями — мы концентрируем внимание на вовлеченности акционеров в управление компанией. Поэтому вторая особенность нашего подхода заключается во введении в исследовательскую модель показателя *собственности в руках акционеров, вовлеченных в управление компанией*, вместо классического показателя концентрации собственности. *Гипотеза 2* сформулирована следующим образом: рост количества акций в руках вовлеченных акционеров положительно влияет на эффективность деятельности компании благодаря их сильной мотивации максимизировать стоимость компании.

Третий вид агентских конфликтов, возникающих внутри компании, — это конфликт между институциональными инвесторами и другими акционерами. Главная цель институциональных инвесторов — минимизировать риск при поддержании небольшого заданного уровня доходности, т. е. их цель отличается от цели частных акционеров, стремящихся максимизировать эффективность деятельности компании. Для анализа этого типа агентских конфликтов нами предложена и протестирована *гипотеза 3*: собственность институциональных инвесторов не оказывает значимого влияния на эффективность деятельности компании, так как эффект снижения эффективности деятельности, спровоцированный агентским конфликтом институциональных инвесторов с остальными

ми собственниками, компенсируется положительным дисциплинирующим эффектом присутствия в компании институциональных инвесторов.

Помимо классических агентских конфликтов, рост агентских издержек может быть стимулирован покупкой акций компании государством, что подтверждено многочисленными эмпирическими исследованиями. Это позволяет нам выдвинуть *гипотезу 4*: рост количества акций в руках государства и аффилированных с ним компаний оказывает влияние на эффективность компании, но характер этого влияния зависит от силы власти и других геополитических особенностей.

Исследуя и моделируя эффективность исполнения корпоративной стратегии, мы также ставим вопрос о том, влияет ли страновой фактор на корпоративную эффективность. Поэтому еще одна задача нашей работы — проверить, зависит ли влияние структуры собственности на корпоративную эффективность от странового фактора. Для этого мы разбиваем нашу выборку на три части: развитые страны, страны с растущим рынком капитала и Россия. Мы строим отдельные эмпирические модели по каждой группе и сравниваем результаты. Необходимо помнить, что небольшой размер этих подвыборок снижает качество изучаемых регрессий, но количество наблюдений в каждой из них, тем не менее, достаточно для того, чтобы делать выводы о характере влияния структуры собственности на эффективность деятельности компании.

В 2002 г. Брейлсфорд (Brailsford et al., 2002) доказал на данных по австралийским компаниям, что структура капитала зависит от количества акций в руках менеджеров и мажоритариев. Если эта зависимость существует и на европейском рынке, то наша модель может привести к ложным выводам, так как до сих пор мы рассматривали структуру капитала и структуру собственности как независимые переменные. Поэтому еще одна гипотеза основана на тестировании их возможной взаимозависимости. *Гипотеза 5 (альтернативная)*: структура капитала компании эндогенна. В случае выявления эндогенности структуры финансирования, мы будем вынуждены изменить спецификацию модели классического типа.

Модель исследования

Выдвинутые гипотезы позволили нам построить модель классического типа, включающую все возможные индикаторы собственности компании: собственность менеджеров, вовлеченных акционеров, государства и институциональных собственников. В исследовательской модели предусмотрен контроль структуры капитала компании, размера компании, темпа роста и других показателей, характеризующих как отдельную фирму, так и отрасль в целом.

Зависимые переменные. В качестве показателя рыночной эффективности исполнения стратегии мы использовали показатель Q -Тобина, так как он представляет собой мнение рынка по поводу эффективности всех стратегических решений компании и качества сопровождающих их функциональных управленческих политик (маркетинговой, финансовой, управления персоналом и т. д.) То есть если мы предполагаем, что рынок эффективен, мнение рынка должно отражать справедливую стоимость компании. Показатель Q -Тобина рассчитывается следующим образом:

$$Q_t = MC_t / TA_t,$$

где Q — коэффициент Q -Тобина; MC_t — рыночная капитализация компании на конец периода t ; TA_t — балансовая стоимость совокупных активов компании на конец периода t .

Данный показатель имеет ряд недостатков, основной из которых связан с недооценкой нематериальных активов. Альтернатива Q -Тобину — показатель операционной эффективности ROA , рассчитанный как соотношение чистой прибыли и совокупных активов компании. Однако данный показатель отражает только сегодняшние успехи компании, а поскольку нас интересует исследование стратегической эффективности компании, для классической модели мы предлагаем использовать показатель Q -Тобина.

Независимые переменные. В предыдущем разделе мы выдвинули гипотезы относительно трех показателей собственности: инсайдерской собственности, собственности институциональных инвесторов и концентрации собственности.

Таблица 1

Независимые переменные в модели исследования

Обозначение переменной	Описание и способ ее расчета
<i>REL</i>	Доля акций в руках инвесторов, непосредственно вовлеченных в процесс управления компанией, %
<i>MAN</i>	Доля акций в руках менеджеров компании, %
<i>INS</i>	Доля акций в руках институциональных инвесторов, %
<i>GOV</i>	Доля акций в руках государства и аффилированных компаний, %
<i>DE</i>	Соотношение суммы краткосрочного и долгосрочного долга и бухгалтерской стоимости собственных средств компании (Total Debt / Equity)
<i>LTA</i>	Натуральный логарифм совокупных активов компании
<i>GRO</i>	Среднегеометрический темп роста активов компании за последние 4 года, %
<i>RISK</i>	Уровень риска компании, измеренный как стандартное отклонение EBITDA за последние 5 лет
<i>INTA</i>	Соотношение размера нематериальных активов и совокупных активов компании, %
<i>D_Ind</i>	Дамми-переменная, связанная с сектором экономики

В качестве показателя инсайдерской собственности (*MAN*) мы выбрали процент акций в руках менеджеров и членов совета директоров. Его преимущество заключается в том, что он влияет только на эффективность текущего управления компанией. Мы склонны считать этот индикатор наиболее ясным и репрезентативным. Собственность институциональных инвесторов (*INS*) измеряется пакетом акций, принадлежащих пенсионным фондам, страховым компаниям, хедж-фондам и другим финансовым компаниям, управляющим капиталом.

Классический показатель концентрации собственности мы заменили долей акций в руках всех инвесторов, вовлеченных в управление компанией (*REL*). Вовлеченные акционеры — те, кто одновременно кровно заинтересован в росте рыночной стоимости компании, т. е. владеют довольно большими пакетами акций, и кто активно контролирует процесс управления компанией. Поэтому этот показатель включает стратегических инвесторов, таких как нефинансовые компании и физические лица, владеющие пакетом акций более 2—3%; финансовые компании, не являющиеся номинальными держателями и владеющие больше, чем 7—10% акций; менеджеров компании. Этот комплексный показатель очень важен, так как он объединяет лиц, внедренных в стратегическое и текущее управление компанией, иначе говоря, это модифицированный показатель собственности реальных инсайдеров. Мы также вводим в модель показатель собственности государства, включающий акции, принадлежащие всем государственным структурам и компаниям, контролируемым государством. С одной стороны, государство может предоставлять компании дешевые кредиты, налоговые и другие льготы.

С другой стороны, оно исполняет ограничительную функцию, диктуя условия, выгодные скорее для потребителей, чем для производителей. В качестве показателя структуры капитала мы используем соотношение суммы долгосрочного и краткосрочного долга и собственного капитала компании.

Мы контролируем основные индивидуальные показатели компаний. В качестве прокси-переменных для размера компании мы выбираем логарифм совокупных активов компании. В ряде исследований показано, что размер компании позитивно влияет на эффективность деятельности благодаря снижению риска банкротства (Scott et Martin, 1975; Brailsford et al., 2002). Однако с ростом размера компании растут агентские издержки, уменьшая тем самым эффективность функционирования компании. Поэтому сформулируем следующее предположение. Согласно агентской теории, размер компании должен отрицательно влиять на ее эффективность, но этот эффект компенсируется снижением издержек финансовой неустойчивости.

Мы используем темп роста компании как возможную прокси-переменную ее нахождения на этапах жизненного цикла, поскольку эффективность компании связана со спецификой задач разных этапов (Ивашковская, Константинов, Филонович, 2004). Темп роста компании измеряется как среднее геометрическое роста выручки компании с 2002 по 2005 г. Контрольная переменная «доля нематериальных активов» использована, чтобы выделить зависимость агентских издержек от характера бизнеса. В компаниях с высокой долей нематериальных активов, по характеристике Майерса, агентские издержки выше по сравнению с теми, где бизнес основан на материальных активах (Myers, 2001). Как показано в табл. 1, в качестве меры риска компании мы используем стандартное отклонение EBITDA по данным за последние несколько лет (в нашем случае с 2001 по 2005 г.). Чем ниже уровень риска компании, выражаемый в волатильности ее потоков денежных средств, тем ниже ее затраты на капитал, что при прочих равных условиях повышает рыночную стоимость компании.

Характер влияния структуры собственности на эффективность компании может варьироваться в зависимости от отрасли. Поэтому мы конструируем дамми-переменную для каждого из 11 секторов экономики, которые охвачены нашей выборкой: нефтегазового, металлов и горнодобывающей промышленности, строительства, автомобилестроения, промышленности, транспорта, потребительских товаров и розничной торговли, коммунальных услуг, медиа, телекоммуникаций и информационных технологий.

Данные для исследования

Исследуемая выборка включает в себя в основном компании из базы данных Amadeus, созданной агентством Van Dijk. Данные по структуре собственности российских компаний были собраны из аналитических отчетов финансовой группы «Тройка Диалог» о качестве корпоративного управления. Исследуемый период — конец 2005 г. Мы взяли котирующиеся компании из ряда развитых стран (Франция, Испания, Германия, Италия) и нескольких развивающихся стран (Россия, Польша, Венгрия, Греция, Турция). Сомневаясь в качестве данных в профайлах компаний, мы проверили все показатели структуры собственности с помощью годовых отчетов компаний. Поэтому в окончательную выборку вошли только компании, входящие в национальные фондовые индексы, так как остальные компании не раскрывают свою структуру собственности, т. е. мы не можем проверить данные из профайла.

Финансовые показатели были взяты из базы данных Блумберг. Предварительная выборка составила 206 компаний из десяти европейских стран (табл. 2).

Таблица 2

Распределение компаний в выборке по странам

Страна	Количество компаний
Франция	40
Испания	26
Германия	24
Италия	23
Россия	39
Турция	15
Польша	14
Греция	14
Венгрия и Эстония	11
Всего	206

Все компании в выборке — частные, нефинансовые, котирующиеся, они не являются 100%-ными филиалами каких-либо других компаний. Распределение компаний по отраслям показано в табл. 3.

Таблица 3

Распределение компаний выборки по отраслям

Отрасль	Количество компаний
Нефть и газ	20
Металлы и горнодобывающая промышленность	8
Строительство	10
Автомобилестроение	9
Промышленность	39
Транспорт	11
Потребительские товары и розничная торговля	37
Коммунальные услуги	25
Медиа	15
Телекоммуникации	25
Информационные технологии	7
Всего	206

Концентрация собственности в компаниях выборки довольно высокая. По критериям классификации Морка, Шляйфера и Вишны (Morck et al., 1988) 22 компании контролируются менеджерами, 61 — мажоритарными инвесторами, 19 — государством. Остальные 98 относятся к разряду компаний с концентрированной собственностью.

Окончательное уравнение модели

В целях верификации классической модели был построен ряд многофакторных регрессий. После проведения теста на значимость показателей с применением *t*-статистики мы исключили незначимые переменные и выявили ряд значимых переменных, влияющих на эффективность компании. Таким образом, мы получили следующую модель:

$$Q = \alpha + \beta_1 REL + \beta_2 GOV + \eta DE + \gamma_1 LTA + \gamma_2 GRO + p_1 D_{IT} + p_2 D_{Aut} + p_3 D_{Med} + \varepsilon, \quad (3)$$

где Q — коэффициент Q -Тобина; D_{IT} — дамми-переменная, связанная с ИТ-сектором; D_{Aut} — дамми-переменная, связанная с сектором автомобилестроения; D_{Med} — дамми-переменная, связанная с медиасектором; ε — случайная ошибка.

Рассмотрим результаты регрессионного анализа (табл. 4).

Таблица 4

Регрессия Q -Тобина на собственность вовлеченных инвесторов, государства, размер компании, структуру капитала, темп роста, дамми по отраслям

R sq = 0,403 R adj = 0,373	Coefficients	St. dev	t-statistic	P-value
<i>CONST</i>	0,4903*	0,2842	1,7249	0,0865
<i>REL</i>	0,3410*	0,2057	1,6576	0,0993
<i>GOV</i>	-0,7379***	0,2745	-2,688	0,0079
<i>LTA</i>	0,0531*	0,0297	1,7861	0,0760
<i>DE</i>	-0,0057***	0,0015	-3,655	0,0003
<i>GRO</i>	0,8411***	0,2893	2,906	0,0041
<i>D_Aut</i>	-0,5540**	0,2386	-2,321	0,0215
<i>D_Med</i>	1,3749***	0,2190	6,2755	3,25E-09
<i>D_IT</i>	0,8521***	0,2908	2,9300	0,0038

Примечание. Здесь и далее: * — значимость на 10%-ном уровне; ** — на 5%-ном уровне; *** — на 1%-ном уровне.

Итоговая межстрановая регрессия верифицирована на данных 166 европейских и российских компаний: мы исключили наблюдения с экстремальными значениями контрольных переменных. Мы провели все необходимые эконометрические проверки модели как с помощью корреляционного анализа, так и с помощью классических тестов на мультиколлинеарность и гетероскедастичность.

Необходимо отметить, что для нашей модели мы выбрали показатель собственности вовлеченных инвесторов, не коррелирующий с собственностью менеджеров. Поэтому мы имеем право включить в регрессию долю акций в руках менеджеров и работников компании для проверки гипотезы 1. Тогда возникает следующая спецификация регрессии:

$$Q = \alpha + \beta_1 REL + \beta_2 GOV + \beta_3 MAN + \eta DE + \gamma_1 LTA + \gamma_2 GRO + p_1 D_{IT} + p_2 D_{Aut} + p_3 D_{Med} + \varepsilon. \quad (4)$$

В результате проведенного регрессионного анализа мы делаем вывод о том, что собственность в руках менеджеров и работников напрямую не оказывает значимого влияния на эффективность исполнения стратегии компании. Поэтому вернемся к прежней спецификации модели (уравнение 3) и рассмотрим детально результаты регрессионного анализа (см. табл. 4).

Полученные результаты не позволяют нам подтвердить гипотезу 1. Рост доли акций в руках менеджеров и работников компании не влияет на эффективность компании. Вспомним, что эта зависимость, по мнению многих исследователей, немонотонна. Поэтому разобьем эту переменную на три другие: до первой точки перегиба (часто интервал незначимости), между первой и второй точкой перегиба (обычно положительная зависимость) и после точки перегиба (обычно отрицательная зависимость). Мы проверили, не находятся ли точки перегиба в районе 1, 3, 5, 25, 50%, и выявили точку перегиба на уровне 3%. Однако значимость коэффициентов очень низкая. Таким образом, наши результаты не соот-

ветствуют результатам исследования Морка, Шляйфера и Вишны (Morck et al., 1988), но совпадают с результатами, полученными Кеснер (Kesner, 1988) и рядом других исследователей (напр.: Lloyd et al., 1986).

Во-вторых, чем больше акций в руках вовлеченных инвесторов, тем выше эффективность исполнения стратегии компании. Рост совокупного пакета акций вовлеченных инвесторов на 10% приводит к росту эффективности на 3,4%, что подтверждает гипотезу 2, согласно которой концентрация собственности в руках акционеров, вовлеченных в процесс управления компанией, оказывает позитивное влияние на эффективность. Этот феномен объясняется следующим образом: чем больший пакет акций находится в руках акционера, тем сильнее его личный доход зависит от успеха компании, тем сильнее мотивация акционера делать все возможное для роста эффективности компании.

В-третьих, пакет акций в руках государства и аффилированных компаний негативно влияет на эффективность исполнения ее стратегии. По данным рассмотренной выборки компаний, рост государственного пакета акций на 10% приводит к снижению эффективности на 7,4%. Отрицательное влияние государственной собственности в компании на ее эффективность, измеренную через *Q*-Тобин, что соответствует гипотезе 4, может объясняться рестриктивной функцией государства. Мы считаем, что эту зависимость необходимо проверить в разрезе стран, так как большую роль здесь играют законодательные и другие институциональные рамки.

Предложенная выше модель была адаптирована под три подвыборки: западноевропейские компании, российские компании и компании с других растущих рынков. В табл. 5 представлены финальные регрессии по каждой из подвыборок, наиболее полно объясняющие эффективность исполнения корпоративной стратегии, измеренную через показатель *Q*-Тобина.

Таблица 5

Результаты регрессионного анализа по совокупной выборке и подвыборкам

	166 наблюдений	Развитые страны. 114 наблюдений	Развивающиеся страны. 54 наблюдения	Россия. 40 наблюдений
<i>CONST</i>	0,4903*	4,0348***	4,2722***	0,5911***
<i>REL</i>	0,3410*	0,7924***	—	0,4915**
<i>GOV</i>	-0,7379***	(-0,8819**)	—	(-0,5623**)
<i>LTA</i>	0,0531*	-0,2296***	-0,3908***	—
<i>DE</i>	-0,0057***	-0,0188***	—	-0,0026**
<i>GRO</i>	0,8411***	—	—	—
<i>INTA</i>	—	—	5,4383**	2,96223***
<i>D_Aut</i>	-0,5540**	—	—	—
<i>D_Med</i>	1,3749***	0,6876***	1,7709***	1,4612***
<i>D_IT</i>	0,8521***	0,6367*	-1,7934**	—
Rsq adjusted	0,373	0,491	0,462	0,449

Коэффициенты, представленные по результатам тестирования модели по странам, не могут служить для прогнозирования и считаться точными результатами из-за небольшого размера выборки. В подвыборке из российских компаний *REL* и *GOV* становятся линейно-зависимыми, что определяется своеобразным характером собственности в стране. Это позволяет нам включить в итоговую модель только один из двух показателей, однако в таблице справочно представлены значения обоих, протестированных по отдельности.

Важно, что в использованной нами модели оказались значимыми многие контрольные переменные. Размер компании, темп ее роста, а также дамми-пе-

ременные, связанные с сектором информационных технологий и средств массовой информации, оказывают существенное прямое влияние на эффективность компании. В России и развивающихся странах компании значима переменная доли нематериальных активов в компании. Это можно объяснить завышенным показателем Q -Tobin в ряде медиа и ИТ-компаний, где много нематериальных активов, а также в отдельных компаниях нефтегазового сектора, где существенную долю активов составляют лицензии на разработку и добычу. Отметим, что речь идет не обо всех компаниях секторов (поскольку не выявлено тесной корреляции между показателем нематериальных активов и отраслью), а скорее об отдельных компаниях с большой стоимостью нематериальных активов, в которых еще не все нематериальные активы получили отражение в балансе, но уже повлияли на ее рыночную стоимость. Что касается структуры капитала, мы выявили, что высокий уровень долговой нагрузки снижает эффективность, выраженную через Q -Тобин.

На заключительном этапе исследования мы в соответствии гипотезой 6 проверили экзогенность структуры собственности и структуры капитала. Для этого мы построили дополнительную спецификацию модели — зависимость между структурой капитала и структурой собственности. В уравнении 6 приведено уравнение модели, из которого уже удалены незначимые контрольные переменные:

$$Q = \alpha + \beta REL + \gamma_1 LTA + \gamma_2 GRO + \gamma_3 RISK + p_1 D_IT + p_2 D_Med + p_1 D_OG + p_2 D_TL + \varepsilon. \quad (6)$$

где D_OG — дамми-переменная для нефтегазового сектора; D_TL — дамми-переменная для телекоммуникационного сектора.

Коэффициенты корреляции между суммой долга, деленной на бухгалтерскую стоимость собственных средств компании, и всеми показателями структуры собственности оказались ниже 20%. Объясняющая сила соответствующей регрессии — менее 10%. Это позволяет нам говорить об отсутствии значимой зависимости между структурой капитала и структурой собственности. Таким образом, классическая модель, базирующаяся на предпосылке экзогенности структуры капитала, имеет верную спецификацию, что опровергает выводы Брейлсфорда и соавторов (Brailsford et al., 2002).

Заключение

В результате проведенного исследования мы пришли к следующим выводам.

Во-первых, мы не подтвердили гипотезу 1 относительно влияния собственности менеджеров на корпоративную эффективность. В отличие от классических работ, мы не обнаружили существенного влияния инсайдерской собственности на эффективность деятельности компании. Тест зависимости на наличие точки перелома позволил выявить точку в районе 3%, однако коэффициенты при переменных после разделения переменной на показатели до 3% и свыше 3% собственности менеджеров незначимы.

При этом мы подтвердили гипотезу 2 о том, что увеличение собственности акционеров, вовлеченных в управление компанией, ведет к росту ее эффективности, рассмотренной в контексте исполнения стратегии. Эта зависимость значима для всей выборки и для подвыборки российских компаний.

Несмотря на то что мы использовали нестандартный показатель структуры собственности в нашем исследовании, мы можем провести параллель между результатами нашего исследования и исследованиями прошлых лет, поскольку

степень корреляции между степенью концентрации собственности и процентов акций в руках инвесторов, вовлеченных в процесс управления, достаточно велика. Наши выводы о положительном влиянии роста процента вовлеченных инвесторов на эффективность сопоставимы с результатами, полученными Радыгиным и Энтовым (Радыгин, Энтов, 2001), а также с результатами исследования Гуриева (Guriev et al., 2003). Однако точка перегиба, в отличие от результатов работ Кузнецова и Муравьева (Кузнецов, Муравьев, 2000) и Капелюшников (Капелюшников, 2001), оказалась незначимой, что позволяет предположить монотонный характер зависимости.

Во-вторых, полученные результаты показывают, что увеличение пакета акций у государства и аффилированных с ним компаний влияет на эффективность, измеренную нами через показатель Q -Тобин, негативно (гипотеза 4). Данный результат валиден исключительно применительно к специфической выборке компаний и может быть объяснен высоким темпом экономического роста, когда даже небольшая рестриктивная функция государственных компаний может оказывать сдерживающее влияние на рост стоимости корпораций.

В то же время, в противоречие результатам (McConnell, Servaes, 1990), мы не выявили существенного влияния собственности институциональных инвесторов на показатель эффективности, представленный коэффициентом Q -Тобина, что объясняется компенсирующими друг друга эффектами и подтверждает гипотезу 3.

В-третьих, мы изучили различия зависимости между основными компонентами финансовой архитектуры и эффективностью в развитых странах (Франция, Германия, Испания, Италия) и развивающихся (Турция, Польша, Греция, Венгрия) и выявили ряд страновых различий. Прежде всего нужно отметить, что в развивающихся странах, таких как Турция, Греция, Польша и Венгрия, мы не выявили зависимости между показателями структуры собственности и эффективностью деятельности компании. Это можно объяснить низким уровнем информационной прозрачности в развивающихся странах. Например, в большинстве турецких компаний, в том числе в крупных холдингах, все стратегические решения принимаются исключительно семьей, которой прямо и через аффилированных лиц принадлежит контрольный пакет акций компании.

Российские компании мы выделили в отдельную подвыборку из-за нестандартной экономической и политической ситуации в стране. При изучении российских компаний в исследуемых регрессиях появляется мультиколлинеарность вследствие того, что в стране существуют два основных типа крупных компаний: контролируемые государством и контролируемые группой мажоритариев, вовлеченных в управление компанией. Поэтому мы можем сделать только один бесспорный вывод: эффективность исполнения корпоративных стратегий компаний, контролируемых государством, существенно ниже эффективности компаний, контролируемых одним или несколькими вовлеченными инвесторами. Однако, двигаясь от общего к частному, т. е. в целях снижения мультиколлинеарности, и постепенно расширяя выборку за счет компаний из других стран, мы пришли к выводу, что зависимость между показателями структуры собственности и рыночной эффективностью компании в России аналогична зависимости, выявленной в развитых странах: знаки при значимых коэффициентах между подвыборками совпадают. Отметим, что наша регрессионная модель показала достаточно высокую объясняющую силу: R^2 изменяется от 40 до 52% (R^2 adj. изменяется от 37 до 49%), что говорит о ее относительно высокой объясняющей способности.

Изучив механизмы взаимосвязи между структурой собственности, структурой капитала и эффективностью компании, мы выявили характер влияния ком-

понентов финансовой архитектуры на стратегическую эффективность, тем самым сделав шаг вперед в задаче внедрения комплексного подхода на основе концепции финансовой архитектуры к изучению внутренней среды и результатов компании. Для целей развития модели в будущем, на наш взгляд, нужен новый шаг в алгоритме комплексного подхода к моделированию корпоративной эффективности. Помимо структуры собственности и структуры капитала, существует ряд дополнительных структурных характеристик компании, определяющих эффективность ее деятельности. Среди характеристик такого рода — размер совета директоров, число независимых директоров, юридическая форма компании и прочие факторы, объединяемые в понятие финансовой архитектуры. Таким образом, изучение влияния финансовой архитектуры на корпоративную эффективность представляет собой особую задачу, решение которой выходит за рамки данной статьи.

Источники

- Авдашева С. Б., Долгопятова Т. Г., Пляйнес Х.* Корпоративное управление в АО с государственным участием: российские проблемы в контексте мирового опыта. М., 2007.
- Афанасьев М. П., Кузнецов П. В., Фоминых А.* Корпоративное управление глазами директора // Вопросы экономики. 1997. № 5.
- Долгопятова Т. Г.* Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов // Российский журнал менеджмента. 2004. Т. 2. № 2.
- Ивашковская И. В., Константинов Г. Н., Филонович С. Р.* Становление корпорации в контексте жизненного цикла организации // Российский журнал менеджмента. 2004. № 2 (4).
- Капелюшников Р. И.* Собственность и контроль в российской промышленности // Вопросы экономики. 2001. № 12.
- Капелюшников Р. И., Демина Н. В.* Концентрация собственности и поведение российских промышленных предприятий // Вестник общественного мнения: Данные. Анализ. Дискуссии. 2005. № 3 (77).
- Кузнецов П. В., Муравьев А. А.* Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России // Экономический журнал ВШЭ. 2000. № 4 (4).
- Радыгин А. Д., Энтов Р. М.* Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ. М., 2001.
- Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития / под ред. Т. Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А. А. Яковлева. М., 2007.
- Структурные изменения в российской промышленности / под ред. Е. Г. Ясина. М., 2004.
- Brailsford T. J., Oliver B. R., Pua S. L. H.* On the Relation of Ownership Structure and Capital Structure // Accounting and Finance. 2002. Vol. 42. P. 1—26.
- Claessens S., Djankov S., Lang L.* The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations // Journal of Financial Economics. 2000. Vol. 58. P. 81—112.
- Demsetz H., Lehn K.* The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences // Journal of Political Economy. 1985. Vol. 93(6). P. 1155—1177.
- Demsetz H., Villalonga B.* Ownership Structure and Corporate Performance // Journal of Corporate Finance. 2001. Vol. 7. P. 209—233.
- Faccio M., Lang, L. H. P.* The Ultimate Ownership of Western European Corporations // Journal of Financial Economics. 2002. Vol. 65(3). P. 365—395.
- Grossman S., Hart O.* One Share, One Vote and the Market for Corporate Control // Journal of Financial Economics. 1988. Vol. 20. P. 175—202.
- Guriev S., Lazareva O., Rachinsky A., Tsouhlo S.* Concentrated ownership, market for corporate control, and corporate governance // CEFIR Project, 2003.
- Himmelberg C., Glenn H., Darius P.* Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance // Journal of Financial Economics. 1999. Vol. 53. P. 353—384.
- Jensen M., Meckling W.* The Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure // Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3. P. 305—360.
- Kamershen D.* The Influence of Ownership and Control on profit Rates // American Economic review. 1968. P. 432—447.
- Kesner I.* Directors' Characteristics and Committee Membership: An Investigation of Type, Occupation, Tenure, and Gender // Academy of Management Journal. 1988. Vol. 31. P. 66—84.
- Kole S.* Measuring managerial equity ownership: a comparison of sources of ownership data // Journal of Corporate Finance. 1995. Vol. 1. P. 413—435.

La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A. Corporate Ownership around the World // Journal of Finance. 1999. Vol. 54 (2). P. 471—517.

Leland H., Pyle D. Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation // Journal of Finance. 1977. Vol. 32. P. 371-387.

Lloyd W., Jahera J., Goldstein S. The Relation between Returns, Ownership Structure, and Market Value // Journal of Financial Research. 1986. Vol. 9(2). P. 171—177.

McConnell J., Servaes H. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value // Journal of Financial Economics. 1990. Vol. 27. P. 595—612.

Monsen J., Chiu J., Cooley D. The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm // Quarterly Journal of Economics. 1968. Vol. 82(3). P. 435—451.

Morck R., Shleifer A., Vishny R. Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis // Journal of Financial Economics. 1988. Vol. 20. P. 293—315.

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

Myers S. Capital Structure // Journal of Economic Perspectives. 2001. Vol. 15(2). P. 81—102.

Scott D., Martin J. Industry Influence on Financial Structure // Financial Management. 1975. Vol. 4. P. 67—73.