

И.В. Ивашковская,

Е.Б. Кукина,

А.Н. Степанова

Национальный
исследовательский
университет
«Высшая школа
экономики»

ВЛИЯНИЕ КОРПОРАТИВНОЙ ФИНАНСОВОЙ АРХИТЕКТУРЫ НА ЭКОНОМИЧЕСКУЮ ПРИБЫЛЬ: ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ В КРИЗИСНЫЙ И ПРЕДКРИЗИСНЫЙ ПЕРИОД

Введение

Экономическая прибыль – это важнейший показатель для современного анализа деятельности компании. В нем учитываются не только фактически понесенные компанией расходы, как в обычном показателе бухгалтерской прибыли, но и ее альтернативные издержки использования капитала. Создание положительной экономической прибыли означает, что компании удастся не только покрыть фактические расходы, отражаемые в бухгалтерском учете, но и создать бухгалтерскую прибыль, более высокую, чем требуемая за ее инвестиционные риски. Напротив, отрицательное значение показателя экономической прибыли означает, что бухгалтерская прибыль компании недостаточна для компенсации инвестиционных рисков. Поэтому экономическую прибыль следует рассматривать как показатель стратегического уровня, или стратегической эффективности, компании [Ивашковская, 2010].

В данной работе мы строим две модели стратегической эффективности компаний реального сектора и тестируем их с двумя зависимыми переменными: рыночной эффективностью (Q -Тобина) и экономической прибылью

(residual income spread). Первая модель основана на финансовых показателях компаний, и ее тестирование позволяет выявить финансовые детерминанты экономической прибыли. Однако, согласно нашей гипотезе, стратегическая эффективность также зависит от комбинации структурных характеристик компании, таких как структура капитала, структура собственности и качество корпоративного управления. Поэтому была разработана вторая модель стратегической эффективности, основанная на концепции финансовой архитектуры компании. Эта концепция позволяет включить в модель вышеупомянутые структурные характеристики, а также принимает во внимание взаимосвязи различных характеристик.

Модели были протестированы на выборке из 68 крупнейших российских нефинансовых компаний в период с 2005 по 2008 г. В результате данного исследования нам удалось, во-первых, выявить детерминанты экономической прибыли крупных российских компаний, во-вторых, разработать оригинальную модель стратегической эффективности на основе концепции финансовой архитектуры.

Постановка проблемы и гипотезы исследования

В настоящем исследовании рассмотрено определение роли финансовых переменных и параметров, описывающих финансовую архитектуру компании (качественные характеристики управления и структуры собственности). Следующие гипотезы описывают искомую взаимосвязь их влияния на стратегическую эффективность.

Одним из первоначальных источников, которые формируют средства дальнейшего развития компании, является ее выручка. Рост последней ведет к созданию внутренних возможностей роста компании, таких как конкурентные преимущества, доля рынка и др. Таким образом, эта переменная должна оказывать прямое воздействие на возможности фирмы создавать для своих инвесторов стоимость выше ожидаемой. Как и рост выручки, рентабельность при прочих равных позволяет компании создать дополнительные конкурентные преимущества и средства для своего роста [Olsen et al., 2010]. В соответствии с этим выдвинем гипотезы: рост выручки оказывает положительное влияние на эффективность компании (1); операционная рентабельность имеет положительную связь со средним уровнем экономической прибыли (2).

Теории риск-менеджмента говорят о том, что инвесторы предпочитают инвестировать в компании, которые сглаживают свои операционные пото-

ки [Allayannis, Weston, 2003]. Предыдущие исследования, рассматривающие развитый рынок капитала, анализируют волатильность операционных потоков как функцию управления менеджмента, направленную на снижение волатильности. В целом они находят отрицательную зависимость стоимости компании от волатильности ее операционных потоков или прибыли [Hunt et al., 2000; Allayannis, Weston, 2003; Huang, 2009]. Анализируемый в данном исследовании рынок относится к одному из быстро растущих, когда у 50% компаний средний темп роста выручки составляет 30% и более¹. Высокие темпы роста часто сопровождаются высокой волатильностью потоков. Тогда взаимосвязь между деловым риском, измеряемым переменной волатильности операционной прибыли до налогов и амортизации – EBITDA, и стратегической эффективностью российских компаний может быть положительной. Соответственно выдвигаем гипотезу (3): деловой риск положительно влияет на стратегическую эффективность компании.

Вопрос влияния структуры капитала на эффективность компании является ключевым для бизнеса, поскольку выбор источников финансирования определяет финансовые рамки, которые задают границы для возможностей его роста. Проводимые эмпирические исследования на развивающихся рынках свидетельствуют о том, что в зависимости от типа рынка и компаний характер преобладающей роли долговой нагрузки будет различен. Часть исследователей приходят к выводу, что роль уровня долга для оценки эффективности компании оказывается разнонаправленной для компаний с разным темпом роста [Lopez, Crisostomo, 2010; Chen, 2002]. В то же время для растущего рынка Малайзии авторы работы [Issham et al., 2008] не обнаружили статистической значимости данного фактора для эффективности, измеряемой EVA². В работе [Ивашковская и др., 2007] получена отрицательная зависимость экономической прибыли, нормированной на активы компании, от показателя структуры капитала. Учитывая то, что российские компании являются быстрорастущими и обладают значительным уровнем долга в структуре финансирования, мы предполагаем наличие отрицательного влияния уровня долговой нагрузки на стратегическую эффективность компании (гипотеза (4)).

Роль размера компании носит двойственный характер. С одной стороны, более крупные компании имеют больше ресурсов для своего развития, в том числе доступ к ресурсам капитала и использование эффекта масштаба. С другой стороны, размер может быть естественным следствием отраслевых

¹ *Источник:* результаты анализа выборки российских компаний, осуществленного авторами.

² EVA® (Economic Value Added) – экономическая добавленная стоимость.

потребностей. Результаты исследований, проводимых на различных развивающихся рынках, показывают, что при прочих равных условиях большие по размеру компании оказываются менее эффективными в терминах создания стоимости [Issham et al., 2008; Zheka, 2005; Cheung et al., 2008]. Однако мы предполагаем, что для российских компаний доступ к ресурсам будет играть первостепенную роль, учитывая происходящие процессы консолидации бизнеса и увеличения числа компаний, выходящих на открытый рынок капитала. Поэтому размер компании положительно влияет на стратегическую эффективность (гипотеза (5)), что соответствует результатам, полученным в работе [Kumar, 2003].

Для построения модели на основе концепции финансовой архитектуры были выдвинуты следующие гипотезы:

- концентрация собственности оказывает отрицательное влияние на стратегическую эффективность российских компаний (6);
- присутствие государства как инвестора положительно влияет на стратегическую эффективность (7);
- доля акций в руках институциональных акционеров отрицательно влияет на стратегическую эффективность (8);
- наличие иностранного инвестора положительно влияет на стратегическую эффективность российских компаний (9);
- увеличение числа независимых директоров в совете оказывает положительное влияние на стратегическую эффективность (10);
- размер совета директоров оказывает отрицательное влияние на стратегическую эффективность (11).

Обоснование данных гипотез приводится в работах [Ivashkovskaya, Stepanova, 2010; Степанова, 2009].

Моделирование стратегической эффективности

Моделирование стратегической эффективности мы подразделяем на две модели, первая из которых основана на финансовых показателях, а вторая моделирует стратегическую эффективность исходя из концепции финансовой архитектуры компании. Сравнение результатов тестирования данных моделей позволит сделать вывод о необходимости использования финансовой архитектуры как базы для моделирования эффективности.

Данные, собранные по 68 компаниям за четыре года (с 2005 по 2008 г.), дают возможность провести эконометрический анализ, учитывающий изменение показателей во времени у всех компаний выборки, чтобы выявить

факторы, которые оказывают значимое влияние на создание экономической прибыли и внутренней стоимости компании.

В настоящей работе в качестве основной меры стратегической эффективности мы используем показатель экономической прибыли для собственников компании (*residual income available to equity holders*):

$$RI = NI - Ke \cdot E, \quad (1)$$

где *RI* – экономическая прибыль; *NI* – чистая прибыль за период; *Ke* – затраты на собственный капитал; *E* – акционерный капитал компании (среднегодовое значение).

Выбор такой формы расчета вместо обычного показателя экономической прибыли вызван необходимостью снизить риск ошибки в выявлении текущей рыночной ставки затрат на заемный капитал (*Kd*), которая необходима для анализа средневзвешенной ставки затрат на капитал (*WACC* – *weighted average cost of capital*) при расчете показателя экономической прибыли традиционным способом (2).

$$R\hat{I} = NOPAT - Ke \cdot CE, \quad (2)$$

где $R\hat{I}$ (*residual income available to investors*) – экономическая прибыль для всех инвесторов; *NOPAT* (*net operating profit after taxes*) – чистая операционная прибыль после налогов; *CE* (*capital employed*) – весь задействованный капитал компании.

Для выявления зависимости экономической прибыли от различных факторов и поиска ключевых детерминант далее мы переходим к относительной форме показателя экономической прибыли (*RI*) – спреда доходности на собственный капитал (*Spread*):

$$Spread = \frac{NI}{E} - Ke. \quad (3)$$

Спред выражает разность, или отклонение фактической доходности, которую приносит компания своим акционерам, от требуемой доходности. Положительное значение спреда исполняет роль индикатора положительной величины экономической прибыли, что означает прирост внутренней, фундаментальной стоимости компании, достигнутый за исследуемый год.

Модель стратегической эффективности, основанная на финансовых показателях (модель 1)

На базе вышеобоснованных гипотез была предложена модель стратегической эффективности крупных компаний. Ниже представлено уравнение

модели зависимости спреда экономической прибыли от преимущественно финансовых показателей на основе приведенных гипотез. Дополнительно в нее включены переменные, относящиеся к характеристикам структуры собственности: присутствие государства среди акционеров и иностранных инвесторов, а также отраслевые дамми-переменные.

$$Spread_{it} = a + b_1GR_{it} + b_2MRG_{it} + b_3VOL_{it} + b_4LNTA_{it} + b_5DE_{it} + (c_1 \dots c_m)\overline{CV} + e. \quad (4)$$

Описание переменных и способы их расчета приведены в табл. 1.

Таблица 1

Переменная	Описание переменной и способ ее расчета
GR_{it}	Темпы роста компании (натуральный логарифм темпов роста выручки)
MRG_{it}	Операционная рентабельность по ЕБИТ (отношение ЕБИТ к выручке)
VOL_{it}	Деловой риск компании, нормированный на активы (отношение стандартного отклонения ЕБИТДА за рассматриваемый период для каждой компании к активам)
$LNTA_{it}$	Размер компании (натуральный логарифм активов)
DE_{it}	Структура капитала (соотношение заемного и собственного капиталов компании)
\overline{CV}	Вектор контрольных переменных

Модель стратегической эффективности, основанная на концепции финансовой архитектуры компании (модель 2)

С целью выявления влияния компонентов финансовой архитектуры на экономическую прибыль, измеренную в форме спреда, была построена модель эффективности на основе комплексного подхода. В настоящем исследовании рассматривается роль компонентов финансовой архитектуры, относящихся к структуре собственности и характеристикам управляющего органа – совета директоров. Предполагаемый характер влияния этих переменных представлен в гипотезах, приведенных выше. В модель также были включены контрольные переменные, учитывающие особенности бизнеса: размер, структуру капитала и деловой риск.

В настоящем исследовании было также проанализировано влияние финансовой архитектуры на рыночную эффективность. Рыночная эффективность измеряется переменной Q -Тобина и определяется в уравнении

$$Q_t = \frac{MC_t}{E_t}, \quad (5)$$

где MC_t – рыночная капитализация компании на конец периода t .

Модель стратегической эффективности формализована в уравнении

$$Spread_{it} = a + b_1Maj1_{it} + b_2Maj3_{it} + b_3IND_sh_BOD_{it} + b_4BODS_{it} + b_5INST_SH_{it} + b_6DE + (c_1 \cdot c_m)\overline{CV} + e. \quad (6)$$

Модель рыночной эффективности описывается уравнением

$$Q_{it} = a + b_1Maj1_{it} + b_2Maj3_{it} + b_3IND_sh_BOD_{it} + b_4BODS_{it} + b_5INST_SH_{it} + b_6DE + (c_1 \cdot c_m)\overline{CV} + e. \quad (7)$$

Независимые переменные представлены в табл. 2.

Таблица 2

Переменная	Описание переменной и способ ее расчета
$Maj1_{it}$	Уровень концентрации собственности (доля акций в руках крупнейшего акционера компании)
$Maj3_{it}$	Уровень концентрации собственности (доля акций в руках трех крупнейших акционеров компании)
$IND_sh_BOD_{it}$	Характеристика степени независимости СД (доля независимых директоров в составе совета)
$BODS_{it}$	Размер СД (количество членов СД)
$INST_SH_{it}$	Доля акций в руках институциональных инвесторов
DE_{it}	Структура капитала (соотношение заемного и собственного капиталов компании)
\overline{CV}	Вектор контрольных переменных

Последние две модели были протестированы на описанной выше выборке. Финальное число наблюдений в панельной регрессии стало меньше, поскольку данные по корпоративному управлению и структуре собственности компании относятся к труднодоступным, однако модель показала интересные значимые результаты, представленные в следующем разделе.

Результаты исследования

Проведенный регрессионный анализ позволяет сделать выводы относительно значимости рассмотренных переменных модели 1. Итак, факторами, которые положительно влияют на создание экономической прибыли и внутренней стоимости компаний выборки, являются:

– **рентабельность продаж.** При росте операционной рентабельности на 1 п.п. спред доходности собственного капитала возрастает на 0,96 п.п.;

– **темпы роста.** Темпы роста выручки компании оказывают положительное влияние на экономическую прибыль: увеличение на 0,12 п.п. приводит к такому же увеличению показателя спреда доходности на собственный капитал;

– **иностранные инвесторы.** Наличие в собственности компании доли, принадлежащей иностранным инвесторам, положительно влияет на создание экономической прибыли;

– **деловой риск.** Значимость делового риска связана, с одной стороны, с рискованностью вложений, а с другой стороны, с быстрым ростом компаний, что определяет положительное влияние на стоимость.

Структура финансирования в виде соотношения заемного и собственного капитала не является решающим фактором. Однако при анализе отдельных лет она оказывает преимущественно негативное влияние. В последние два года рассматриваемого периода влияние усиливается, и увеличение соотношения заемного капитала к собственному на 1 п.п. снижает спред экономической прибыли на 0,12 п.п. Такой результат может быть связан с существенными различиями в структуре собственности по отдельным годам. Так, в последние годы наблюдалось значительное увеличение долговой нагрузки в целом для компаний выборки. В этом случае характер влияния подтверждает гипотезу (4) о влиянии структуры капитала на эффективность компании.

Размер компании также оказался статистически незначим для определения влияния данной переменной на спред экономической прибыли, что не позволяет подтвердить гипотезу (5).

Отраслевые особенности не оказывают значимого влияния, однако этот фактор может компенсироваться учетом их в таких параметрах, как темпы роста выручки и размер компании. В целом полученная модель способна объяснить до 30% значение спреда доходности на собственный капитал.

Анализ данных по второй модели с учетом временной структуры данных (на панельных данных) 57 крупнейших компаний с 2005 по 2008 г. дал следующие результаты.

Во-первых, одним из важнейших факторов достижения положительной экономической прибыли для российских компаний является доля независимых директоров в составе совета. Включение в совет дополнительного независимого директора увеличивает спред экономической прибыли компании на 5 п.п., что соответствует результатам исследований [Dalton, Dalton, 2005; Filatotchev, Bishop, 2002]. Во-вторых, увеличение концентрации собственности (доли акций в руках трех крупнейших акционеров) на 10 п.п. приводит к росту спреда доходности собственного капитала на 2,7 п.п. В-третьих, было

выявлено негативное влияние доли акций, принадлежащей институциональным инвесторам, на экономическую прибыль компании, что подтверждает гипотезу (8).

Были отмечены также следующие эффекты. В кризисном 2008 г. существенное негативное влияние на экономическую прибыль оказала структура капитала: увеличение показателя Debt/Equity на 10 п.п. уменьшает размер спреда экономической прибыли на 1,4 п.п. Этот вывод согласуется с рассматриваемой гипотезой (4). Данный феномен объясняется чрезмерной долговой нагрузкой компаний выборки в предкризисный период. Негативное влияние оказывал и размер совета директоров, что, на наш взгляд, может быть объяснено проблемами в процессе принятия стратегических решений.

Объясняющая сила полученной модели довольно высока. Учетные нами факторы, а именно независимость и размер совета директоров, концентрация собственности в руках крупнейших акционеров и институциональных инвесторов, а также размер компании, ее уровень риска и структура капитала, позволяют объяснить до 42% дисперсии спреда экономической прибыли компании и до 39% ее рыночной эффективности, измеренной переменной Q -Тобина.

Литература

Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров. М.: ИНФРА-М, 2010.

Ивашковская И.В., Сеттлз А., Пономарева М. Деятельность советов директоров и стратегическая эффективность компаний // Проблемы теории и практики управления. 2007. № 8. С. 76–87.

Степанова А.Н. Влияние финансовой архитектуры компании на ее стратегическую эффективность // Финансы и кредит. Ноябрь. 2009. № 44. С. 38–45.

Allayannis G., Weston J.P. Earnings Volatility, Cash Flow Volatility, and Firm Value. Working paper. University of Virginia. 2003.

Chen K. The Influence of Capital Structure on Company Value with Different Growth Opportunities. Working paper for EFMA 2002 Annual Meeting. FAME and University of Lausanne. 2002.

Cheung Y-L., Jiang P. et al. Does Corporate Governance Matter in China? // China Economic Review. 2008. Vol. 19. P. 460–479.

Dalton C., Dalton D. Boards of Directors: Utilizing Empirical Evidence in Developing Practical Prescriptions // The British Journal of Management. 2005. Vol. 16 (1). P. 91–97.

Filatotchev I., Bishop K. Board Composition, Share Ownership, and “Underpricing” of UK IPO Firms // Strategic Management Journal. 2002. Vol. 23. P. 941–955.

Huang A.G. The Cross Section of Cashflow Volatility and Expected Stock Returns // Journal of Empirical Finance. 2009. Vol. 16. P. 409–429.

Hunt A., Moyer S.E., Shevlin T. Earnings Volatility, Earnings Management, and Equity Value. Working paper. University of Washington. 2000.

Issham I., Fazilah Ab dul M., Siew H.Y. et al. Economica Value Added (EVA) As A Performance Measurement For GLCS VS NON-GLCS: Evidence From Bursa Malaysia // Prague Economic papers. 2008. Vol. 3.

Ivashkovskaya I.V., Stepanova A.N. Does Strategic Corporate Performance Depend on Corporate Financial Architecture? Empirical Study of European, Russian and Other Emerging Market's Firms // Journal of Management and Governance. 2010. Online-First publication. DOI 10.1007/s10997-010-9132-7.

Lopez Itarriaga F.J., Crisostomo V.L. Financial Decisions, Ownership Structure and Growth Opportunities: An Analysis of Brazilian Firms // Emerging Markets Finance and Trade. 2010. Vol. 46. No. 3.

Olsen E., Plaschke F., Stelter D. Threading The Needle. Value Creation in a Low Growth Economy. The 2010 Value Creators Report of BCG. 2010.

Rubi A., Aliahmed H.J., Ab Razak N.H. Government Ownership and Performance: An Analysis of Listed Companies in Malaysia. Working paper. 2008. (<http://ssrn.com/abstract=1252072>)

Zheka V. Corporate Governance, Ownership Structure and Corporate Efficiency: The Case of Ukraine // Manageril and Decision Economics. 2005. Vol. 26. P. 451–460.