

Глава 7. КОРПОРАТИВНАЯ ФИНАНСОВАЯ АРХИТЕКТУРА И СТРАТЕГИЧЕСКАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ КОМПАНИИ: СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ КОМПАНИЙ РОССИИ, ВОСТОЧНОЙ И ЗАПАДНОЙ ЕВРОПЫ

7.1. СТРАТЕГИЧЕСКАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ КОМПАНИИ: ИЗМЕРЕНИЕ И МАКСИМИЗАЦИЯ

Эффективность деятельности компании может рассматриваться в двух аспектах: операционном и стратегическом (рис. 7.1). Под операционной эффективностью (*efficiency, operating efficiency*) понимается эффективность основной деятельности компании, которая может измеряться бухгалтерскими показателями (например, соотношением операционных расходов и валовой прибыли) и техническими индикаторами. В исследованиях операционной эффективности последних лет получил распространение метод эффективной границы¹ (*efficient frontier method*) (Berger et al., 1993; Charnes et al.), который заключается в выделении наиболее эффективных компаний (например, с точки зрения минимизации затрат) и построении из их данных «границы эффективности». При этом эффективность остальных компаний вычисляется путем измерения отклонения их показателей от постоянной границы. Данный подход целесообразен для компаний финансового сектора, где сложно отделить основную деятельность от привлечения финансирования, что не позволяет использовать классические подходы к оценке операционной эффективности.

Под стратегической эффективностью (*strategic performance*) понимается эффективность исполнения корпоративной стратегии, т.е. эффективность функционирования всех внутренних механизмов компании, задействованных в процессе реализации ее стратегии. Стратегическая эффективность отражается как на рентабельности компании, так и на ее рыночной стоимости. Операционной эффективностью управляет менеджмент компании, тогда как за стратегическую эффективность ответствен совет директоров. Стратегическую эффективность, измеренную рыночными показателями, основанными на динамике курсов акций, одновременно называют рыночной эффективностью (*market performance*). Таким образом, необходимо различать два подхода к анализу эффективности: с функциональной точки зрения (операционная по сравнению со стратегической эффективностью) и с точки зрения способа измерения (бухгалтерская, рыночная, граничная). Основное внимание в данной работе уделяется стратегической эффективности компании.

¹ Метод эффективной границы также называют в русскоязычной литературе *граничной эффективностью*.



Рис. 7.1. Классификация видов эффективности деятельности компании

С позиций корпоративных финансов в качестве меры стратегической эффективности целесообразно использовать показатели, основанные на стоимости компании. В оценке 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 и инвестиционные решения. И стратегические, и финансовые решения влияют на потоки денежных средств и на инвестиционные риски, и эти решения воплощаются в показателях стоимости компании и тенденции их изменения.

Необходимость повышения эффективности компании определяется ограниченным количеством свободных денежных ресурсов на рынках капитала, особенно ярко проявляющимся в период мирового финансового кризиса. Для выявления факторов, влияющих на стратегическую эффективность компании, необходим анализ взаимосвязей структурных характеристик компании и достигнутых ею результатов. Анализ характера таких взаимосвязей позволит решать задачу моделирования стратегической эффективности на базе ее различных индивидуальных характеристик. К классическим структурным характеристикам компании, которые могут служить инструментами воздействия на эффективность, относятся все компоненты финансовой архитектуры: во-первых, структура собственности и голосов, формирующих фундамент контроля над компанией; во-вторых, структура капитала как инструмент политики финансирования

долгосрочного развития компании; в-третьих, структура внутрикорпоративного контроля, реализуемого через механизм корпоративного управления.

За последние десятилетия создано множество стилизованных моделей эффективности компании, включающих различные структурные характеристики компании, такие как структура собственности, структура капитала, качество корпоративного управления и пр. Однако подобные стилизованные модели, как правило, строятся с целью объяснения влияния одной из структурных характеристик компании на эффективность в конкретных условиях жизнедеятельности компании. Результаты подобных исследований противоречивы, часто не учитывают взаимовлияния различных структурных характеристик, а также не позволяют использовать подобные модели для выявления закономерностей на других данных и на другом временном промежутке. Это определяет необходимость комплексного подхода к моделированию эффективности.

С целью построения унифицированной модели стратегической эффективности, применимой в том числе на растущих рынках капитала, следует использовать концепцию финансовой архитектуры как комплексный подход, объединяющий различные структурные характеристики компании. В качестве ключевых компонент финансовой архитектуры компании были выделены структура собственности, структура капитала и качество корпоративного управления как характеристика системы мотивов и стимулов стейкхолдеров компании. Так как эти три элемента неотделимы друг от друга, то модель, сосредоточенная на изучении структуры собственности, не может строиться обособленно от других элементов финансовой архитектуры.

7.2. ГИПОТЕЗЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Актуальность выбранной темы объясняется также ограниченным количеством исследований, касающихся выявления детерминант стратегической эффективности на данных российских компаний, а также изучения особенностей модели стратегической эффективности на растущих рынках капитала.

Научная новизна состоит в применении интегрированной концепции финансовой архитектуры для моделирования эффективности деятельности компании, а также в выявлении страновых различий в спецификации модели эффективности компании.

✓ **Гипотеза 1.** *Доля акций в руках менеджеров положительно влияет на стратегическую эффективность при невысоком уровне собственности менеджеров и отрицательно — при высоком уровне собственности менеджеров.*

Исследования такого компонента финансовой архитектуры, как структура собственности, приводят к следующим результатам. Агент-

ские конфликты классифицированы как конфликты между: 1) менеджерами и акционерами; 2) мажоритариями и миноритариями; 3) государством и частными собственниками. Работы по данной проблематике в главе 6 были классифицированы в три научные школы, выявляющие на различных выборках прямую монотонную, немонотонную и незначимую зависимости между долей акций в руках менеджмента и эффективностью компании. В результате изучения исследований (Holderness et al., 1999; Kesner, 1988; Kole, 1995; Lloyd et al., 1986; Morck et al., 1988; Schmidt, 1975), посвященных первому типу конфликтов, выдвинута гипотеза о существовании немонотонного влияния собственности менеджеров компании на стратегическую эффективность.

✓ **Гипотеза 2.** *Уровень концентрации собственности положительно влияет на стратегическую эффективность на развивающихся рынках капитала.*

В результате анализа работ, касающихся конфликта мажоритариев и миноритариев (Barclay, Holderness, 1989; Burkart et al., 1997; Dyck, Zingales, 2004; Fama, Jensen, 1983; Grossman, Hart, 1988; Nenova, 2000), выдвинута гипотеза о наличии значимого влияния концентрации собственности на стратегическую эффективность. Основные аргументы для ее обоснования сводятся, во-первых, к возможности дискриминации прав миноритарных акционеров мажоритарными; во-вторых, к усилению контроля над менеджментом держателями крупных пакетов акций; в-третьих, к снижению ликвидности акций на рынке в результате высокого уровня концентрации собственности.

✓ **Гипотеза 3.** *Доля акций в руках акционеров, вовлеченных в процесс корпоративного управления, положительно влияет на стратегическую эффективность.*

Особенность нашего подхода заключается во введении в исследовательскую модель показателя собственности в руках акционеров, вовлеченных в управление компанией, вместо классического показателя концентрации собственности. Показатель собственности в руках акционеров включает, на наш взгляд, стратегических акционеров, которые, как правило, участвуют в управлении компанией, менеджеров-собственников и институциональных акционеров, владеющих крупными пакетами акций. В соответствии с этим была сформулирована гипотеза о прямом влиянии увеличения количества акций в руках акционеров, вовлеченных в процесс корпоративного управления, на стратегическую эффективность.

✓ **Гипотеза 4.** *Доля акций в руках государства отрицательно влияет на стратегическую эффективность на растущих рынках капитала.*

Третий вид агентского конфликта, обусловленного структурой собственности, связан с нахождением некоторого пакета акций компании в руках государства. В результате анализа работ, посвященных

государственной собственности (Alchian, 1961, 1965; Boycko et al., 1996; Caves D., Christensen, 1980; Galal et al., 1994; Grout, Martin, 2003; Laffont, Tirole, 1993; Megginson et al., 1994; Megginson, Netter, 2001; Stiglitz, 1988; Vickers, Yarrow, 1988; Williamson, 1969, 1970; Yarrow, 1986), выдвинута гипотеза о значимом влиянии доли акций в руках государства на стратегическую эффективность.

✓ **Гипотеза 5.** *Уровень долговой нагрузки компании отрицательно влияет на стратегическую эффективность.*

Исследования структуры капитала как второго неотделимого компонента финансовой архитектуры обуславливаются его влиянием на стратегическую эффективность с точки зрения теории иерархии, компромиссной и агентской теорий, сформулированных (Modigliani, Miller, 1958; Myers, Majluf, 1984) и развитых в (Stulz, 1990; Diamond, 1989; Kang et al., 1999; Leland, 1994; Novakimian et al., 2001). Согласно каждой из этих теорий несовершенства рынка (налоги, транзакционные и агентские издержки) приводят к зависимости эффективности от выбора источника финансирования, что позволяет выдвинуть гипотезу о влиянии уровня долговой нагрузки компании на ее стратегическую эффективность.

✓ **Гипотеза 6.** *Доля независимых директоров в совете положительно влияет на стратегическую эффективность.*

Третьим неотделимым элементом финансовой архитектуры, определяющим, в первую очередь, стимулы и мотивации экономических агентов в компании, в модель эффективности вводится качество корпоративного управления. Корпоративное управление не количественная характеристика, и его качество сложно оценить в цифрах. Поэтому используются прокси-переменные: размер совета директоров и количество независимых директоров в его составе. В финансовой литературе накоплен большой опыт исследования влияния независимости совета директоров на стратегическую эффективность, подробный анализ которого представлен в главе 8. Таким образом, независимость совета директоров признается инструментом воздействия на стратегическую эффективность компании, что позволяет выдвинуть гипотезу о прямом влиянии числа независимых директоров в совете на стратегическую эффективность.

✓ **Гипотеза 7.** *Размер совета директоров отрицательно влияет на стратегическую эффективность.*

Согласно результатам ряда работ (Coles et al., 2008; Dalton et al., 1999; Mak, Kusnadi, 2005; Pfeffer, 1972; Yermack, 1996) размер совета директоров может влиять на стратегическую эффективность. В исследовании выделено две гипотезы относительно влияния размера совета директоров на стратегическую эффективность. Так называемая теория зависимости ресурсов предполагает, что большой по численности совет директоров подразумевает больший спектр свя-

зей, а значит, и более широкий доступ к ограниченным ресурсам. В обратном направлении действует гипотеза «перенаселения» совета директоров, которая подразумевает снижение эффективности, измеренной через коэффициент Q Тобиана, в результате снижения эффективности процесса принятия решений.

✓ **Гипотеза 8.** *Структура собственности зависит от характеристик компании и факторов контрактной среды.*

До середины 80-х гг. XX в. анализ влияния структуры собственности на результаты деятельности компаний был основан на неявном предположении о том, что структура собственности экзогенна. Однако, по мнению современных исследователей, введение этой предпосылки может исказить результаты исследования. Поэтому самое крупное отклонение от основного течения — это отказ от предпосылки об экзогенности структуры собственности. Таким образом, была выдвинута альтернативная гипотеза (гипотеза 8) о зависимости структуры собственности от внешних факторов.

✓ **Гипотеза 9.** *Уровень долговой нагрузки зависит от характеристик компании и факторов контрактной среды.*

В 2002 г. Брэйлсфорд (Brailsford, 2002) доказал на данных австралийских компаний, 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. Как результат изучения подобных исследований была выдвинута гипотеза 9 о зависимости уровня долговой нагрузки от факторов контрактной среды.

✓ **Гипотеза 10.** *Структура собственности зависит от стратегической эффективности.*

Наконец, в ряде работ выявлена попытка проверки направления зависимости между структурой собственности и корпоративной эффективностью и выдвинута гипотеза 10 о наличии обратной связи — зависимости структуры собственности от эффективности компании.

7.3. МОДЕЛИРОВАНИЕ СТРАТЕГИЧЕСКОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ

Выдвинутые гипотезы позволили нам разработать модель влияния финансовой архитектуры на стратегическую эффективность, основанную на предпосылках об экзогенности независимых переменных. Помимо ее ключевых компонентов, в модель был введен ряд контрольных переменных, отвечающих за размер компании, средний исторический темп роста, уровень риска, заданный через

волатильность прибыли до вычета амортизационных отчислений, процентных и налоговых платежей. В модель были введены дамми-переменные, связанные со страной присутствия и с сектором экономики, в котором функционирует компания. Модель исследования задана уравнением

$$Q = \alpha + (\beta_1, \dots, \beta_n) \overline{OS} + (\gamma_1, \dots, \gamma_m) \overline{BoD} + \eta DTA + \\ + \delta_1 \overline{USD_LTA} + \delta_2 \overline{Growth} + \delta_3 \overline{ST_DEV} + \\ + (\chi_1, \dots, \chi_k) \overline{D_IND} + (\mu_1, \dots, \mu_l) \overline{CD_COUNTRY} + \varepsilon, \quad (7.1)$$

где Q — коэффициент Q Тобина; \overline{OS} — вектор переменных, связанных со структурой собственности (%); \overline{BoD} — вектор переменных, связанных с составом совета директоров; DTA — соотношение совокупного долга и бухгалтерской стоимости активов компании; $\overline{USD_LTA}$ — натуральный логарифм совокупных активов компании; \overline{Growth} — среднегеометрический темп роста активов компании за последние 5 лет, %; $\overline{ST_DEV}$ — уровень риска компании, измеренный как соотношение стандартного отклонения и среднего арифметического $EBITDA$ за последние 5 лет, %; $\overline{D_IND}$ — вектор дамми-переменных, связанных с сектором экономики; $\overline{CD_COUNTRY}$ — вектор дамми-переменных, связанных со страновым фактором.

В качестве прокси для структуры собственности (OS) были взяты следующие независимые переменные:

- MAN — доля акций в руках менеджеров компании, %;
- 3_MAJOR — доля акций в руках трех крупнейших акционеров компании, %;
- INV_WO_G — доля акций в руках инвесторов, непосредственно вовлеченных в процесс управления компанией, за вычетом доли государства, %;
- MUN_GOV_OWN — доля акций в руках государства и аффилированных компаний, %.

В качестве прокси для качества корпоративного управления (BoD) были взяты следующие независимые переменные:

- IND_PERC — доля независимых директоров в совете директоров, %;
- BOD_MEM — количество членов совета директоров.

В качестве показателя стратегической эффективности мы используем рыночный показатель Q Тобина, поскольку именно он представляет собой мнение рынка по поводу эффективности компании. То есть если мы предполагаем, что рынок эффективен, мнение рынка должно отражать справедливую стоимость компании. Показатель Q Тобина рассчитывается следующим образом:

$$Q_t = EV_t / TA_t, \quad (7.2)$$

где Q_t — коэффициент Q Тобина; EV_t — рыночная стоимость компании на конец периода t ; TA_t — балансовая стоимость совокупных активов компании на конец периода t .

Гипотезы о потенциальной зависимости структуры собственности и структуры капитала от прочих характеристик компаний и факторов бизнес-среды привели к построению модели 2, задающей переменные структуры собственности (INV_WO_G — формула (7.4)) и структуры капитала (DTA — формула (7.5)) как эндогенные, т.е. определяемые внутри модели:

$$Q = \alpha + (\beta_1, \dots, \beta_n) \overline{OS} + (\gamma_1, \dots, \gamma_m) \overline{BoD} + \eta DTA + \\ + \delta_1 \overline{USD_LTA} + \delta_2 \overline{Growth} + \delta_3 \overline{ST_DEV} + \\ + (\chi_1, \dots, \chi_k) \overline{D_IND} + (\mu_1, \dots, \mu_l) \overline{CD_COUNTRY} + \varepsilon; \quad (7.3)$$

$$INV_WO_G = \alpha'' + \gamma'' Q + \eta'' DTA + \delta_1'' \overline{USD_LTA} + \\ + \delta_2'' \overline{Growth} + \delta_3'' \overline{ST_DEV} + \varepsilon''; \quad (7.4)$$

$$DTA = \alpha' + (\beta'_1, \dots, \beta'_n) \overline{OS} + \gamma' Q + \delta'_1 \overline{USD_LTA} + \\ + \delta'_2 \overline{Growth} + \delta'_3 \overline{ST_DEV} + \varepsilon'. \quad (7.5)$$

Разработанная модель применена для анализа данных межстрановой выборки, собранной в процессе выполнения проекта научной лаборатории корпоративных финансов. В выборку вошли 83 компании из западноевропейских стран (Италии, Испании, Германии), 81 компания из стран Восточной Европы (Румынии, Венгрии, Чехии, Польши и Прибалтики), 72 российские компании. В выборку вошли компании из 12 секторов экономики.

После построения модели был проведен анализ описательной статистики данных по структуре собственности, структуре капитала, структуре совета директоров, стратегической эффективности и контрольных переменных; проведен корреляционный и регрессионный анализ в целях верификации классической модели эффективности компании; проверена состоятельность предпосылок об экзогенном характере структуры собственности и структуры капитала; проверено наличие их взаимовлияния с помощью составления системы одновременных уравнений и их регрессионного анализа двухшаговым методом наименьших квадратов (МНК).

Основными выводами данного исследования являются следующие утверждения.

Во-первых, результаты регрессионного анализа не позволяют отвергнуть гипотезу 3 о наличии прямого влияния доли акций в руках акционеров, вовлеченных в процесс управления, на стратегическую эффективность. Данный вывод совпадает с результатами верификации модели на подвыборках из компаний развитых стран и российских компаний. Для подвыборки компаний из стран Восточной Европы данная гипотеза отвергается: здесь большую роль играет концентрация собственности. Обратная зависимость между стратегической эффективностью и концентрацией собственности в развивающихся странах объясняется неразвитостью законодательства, которое позволяет крупным собственникам ущемлять права миноритариев и извлекать частные выгоды контроля. При этом гипотеза 1 о немоноотонном влиянии собственности менеджеров (*MAN*) на стратегическую эффективность была отвергнута как на сквозной выборке из 212 наблюдений, так и на страновых подвыборках. Это может быть объяснено, во-первых, невысоким качеством данных по собственности инсайдеров, во-вторых, небольшим количеством компаний в выборке, где переменная *MAN* принимает значения от 10 до 50%. Данный интервал наиболее интересен для изучения, поскольку соответствующий пакет акций создает достаточную мотивацию для менеджера к наращиванию стоимости компании. В проведенном исследовании отвергается гипотеза о влиянии государственной собственности на стратегическую эффективность.

Во-вторых, гипотеза 5 о существовании негативного влияния структуры капитала, выраженной переменной долговой нагрузки (*DTA*), на стратегическую эффективность не была отвергнута как на сквозной выборке, так и на подвыборке из компаний восточноевропейских стран. На межстрановой выборке была выявлена обратная зависимость эффективности от уровня долговой нагрузки.

В-третьих, были получены результаты, подтверждающие значимость качества корпоративного управления как третьего компонента финансовой архитектуры для российских компаний. Очевидно наличие страновых особенностей. Для российских компаний выявлена прямая зависимость между долей независимых директоров (*IND_PERC*) и стратегической эффективностью (*Q*). При включении одного независимого директора в состав совета эффективность компании увеличивается на 19%. Результаты регрессионного анализа на подвыборках из европейских компаний позволяют отвергнуть гипотезу 6 о наличии влияния числа независимых директоров на стратегическую эффективность. Одно из наиболее вероятных объяснений данного различия заключается в разных институциональных особенностях региона. На сегодняшний день преимущества независимости совета уже извлечены европейскими компаниями, поэтому эффек-

тивность не возрастает при включении в совет еще одного независимого директора, тогда как в России вовлечение в совет одного-двух независимых директоров оказывает позитивное влияние на дисциплину, прозрачность и прочие характеристики компании.

В-четвертых, при верификации модели на всех подвыборках была выявлена зависимость стратегической эффективности от контрольных переменных: обратная зависимость от размера компании, заданного натуральным логарифмом активов, и прямая зависимость от темпа роста. Влияние темпа роста было выявлено как для межстрановой выборки, так и для подвыборки, состоящей из российских компаний. Выявлено также значимое обратное влияние уровня риска компании на стратегическую эффективность при верификации модели на данных компаний Восточной и Западной Европы. Страновые различия, выявленные при верификации модели классического типа, представлены в табл. 7.1 (за исключением различий в значимости дамми-переменных по сектору).

Таблица 7.1

Страновые различия, выявленные при верификации модели 1 на подвыборках компаний из развитых стран, развивающихся стран и России

	Межстрановая выборка	Развитые страны	Развивающиеся страны	Россия
<i>INV_WO_G</i>	0,60***	0,47**	—	0,55**
<i>3_MAJOR</i>	—	—	-0,38	—
<i>MUN_GOV_OWN</i>	—	—	-0,35	—
<i>IND_PERC</i>	—	—	—	1,73**
<i>DTA</i>	-0,40*	—	-1,16*	-1,05
<i>USD_LTA</i>	-0,06***	-0,12***	-0,10**	-0,18***
<i>Growth</i>	0,70***	—	—	1,38***
<i>ST_DEV</i>	—	-0,67**	-0,25**	—
<i>Cons</i>	1,42***	2,27***	2,33***	2,68***
Количество наблюдений	212	76	71	68
<i>R sq.</i>	37%	46%	30%	36%

См. примечания к табл. 1.7.

Наконец, при проверке направления зависимости между структурой собственности и эффективностью компании (гипотеза 9), а также потенциальной эндогенности переменных структуры собственности (*INV_WO_G*) и структуры капитала (*DTA*) получен вывод об отсутствии значимой зависимости структуры капитала и структуры собственности от ненаблюдаемых факторов бизнес-среды.

Регрессионный анализ показал отсутствие значимой зависимости уровня долговой нагрузки (*DTA*) от таких индивидуальных характеристик компании, как структура собственности, стратегическая эффективность, размер активов и темп роста. Данный результат позволил рассматривать переменную структуры капитала (*DTA*) как экзогенную.

В целях проверки гипотез относительно характера переменной *INV_WO_G* была верифицирована модель, представленная системой одновременных уравнений (табл. 7.2). Результаты анализа системы уравнений (7.3) и (7.4) методом двухшагового МНК позволили отвергнуть гипотезу 9 об обратном направлении причинно-следственной связи, однако позволили сделать вывод о зависимости собственности вовлеченных инвесторов (*INV_WO_G*) от размера компании (*USD_LTA*) и средних темпов роста за период наблюдения (*Growth*). В целом двухшаговый МНК подтвердил выводы, полученные с помощью обыкновенного МНК.

Таблица 7.2

Основные различия, выявленные при сравнении результатов обыкновенного МНК с результатами 2-шагового МНК¹

	ОМНК	2Ш МНК Q	2Ш МНК <i>INV_WO_G</i>
<i>INV_WO_G</i>	0,60***	2,00***	
<i>DTA</i>	-0,40*	-0,63**	0,16
<i>USD_LTA</i>	-0,06***	—	-0,04***
<i>Growth</i>	0,70***	0,37	0,30***
<i>D_MED_IT</i>	1,05***	1,05***	—
<i>D_CR</i>	0,40***	—	—
<i>CD_RUS</i>	0,32***	0,21*	—
<i>Cons</i>	1,42***	0,56**	0,70***
Количество наблюдений	212	212	212
<i>R sq.</i>	37,18%		
<i>F</i> -статистика	14,86	13,12	11,63
<i>P-value (F)</i>	0,00	0,00	0,00

См. примечания к табл. 1.7.

¹ Во втором столбце представлены коэффициенты с уровнями значимости при использовании обычного МНК, в третьем и четвертом столбцах — результаты оценки первого и второго уравнения системы с помощью двухшагового МНК. *D_MED_IT* — дамми-переменная, связанная с сектором медиа- и информационных технологий; *D_CR* — дамми-переменная, связанная с сектором потребительских товаров и ритейла; *CD_RUS* — дамми-переменная, равная 1 для российских компаний (иначе 0).

Таким образом, цель исследования достигнута и выражена в построении моделей зависимости стратегической эффективности компании от ее финансовой архитектуры.

Мы можем провести параллель между результатами нашего исследования и исследованиями прошлых лет. Наш основной вывод о положительном влиянии роста процента вовлеченных инвесторов на эффективность сопоставим с результатами, полученными Радыгиным и Энтовым (Радыгин, Энтов, 2001), а также с результатами исследования Гуриева и пр. (Guriev et al., 2003). Выводы относительно влияния государственной собственности подтверждают результаты исследования (Кузнецов, Муравьев, 2000), а также результаты ряда исследований на данных таких стран, как Болгария, Великобритания, Канада, Китай, Польша, Румыния, Чехия и пр. (Angelucci et al., 2002; Caves, Christensen, 1980; Galal et al., 1994; Shirley, Walsh, 2000; Tian, 2001; Vickers, Yarrow, 1988; Yarrow, 1986).

В результате проведенного исследования мы пришли к следующим выводам:

- обоснована необходимость применения интегрированной концепции финансовой архитектуры к моделированию стратегической эффективности компании;
- разработана модель влияния компонентов финансовой архитектуры, а именно структуры собственности, структуры капитала и качества корпоративного управления, на стратегическую эффективность компании;
- на исследованной выборке на межстрановом уровне и на выборке по российским компаниям были выявлены детерминанты стратегической эффективности компании;
- выявлены страновые особенности влияния компонентов финансовой архитектуры на эффективность компании.

Практическое применение результатов данного исследования заключается в следующем. Во-первых, результаты позволяют рекомендовать вовлечение в активное управление компанией ее акционеров, что позволит увеличить эффективность деятельности российских и западноевропейских компаний. Во-вторых, результаты позволяют рекомендовать советам директоров российских компаний включение в состав совета независимых директоров. Третья рекомендация заключается в снижении уровня долговой нагрузки в крупных компаниях на растущих рынках капитала, что на сегодняшний день уже подтверждено последствиями мирового финансового кризиса. В-четвертых, сформированная научная база является значимым фундаментом для дальнейших исследований.