

7.9. ФИНАНСОВО-ОРГАНИЗАЦИОННЫЕ ФАКТОРЫ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ КОМПАНИЙ

Сангинова Л.Д., к.э.н., доцент кафедры
«Государственные и муниципальные финансы»;
Жеребцова М.К., магистр экономики

Финансовый университет при Правительстве РФ

[Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ](#)
[Вернуться к СОДЕРЖАНИЮ](#)

В статье рассмотрена взаимосвязь характеристик результативности компаний и определяющих ее финансово-организационных факторов. В основу систематизации результатов проведенных зарубежных исследований факторов, влияющих на успешность компании, положена концепция финансовой архитектуры. Результативность компаний представлена как функция совокупности факторов, характеризующих структуру собственности, структуру капитала и мотивацию действий управленческой команды.

Осмысление условий успешности деятельности компаний, повышение корпоративной ответственности за достигнутые результаты, обеспечение предпосылок устойчивого развития бизнеса резко повысили интерес к вопросам идентификации ключевых и системообразующих факторов влияния. Соблюдение предусмотренных законодательством требований добросовестности, разумности и действий исполнителя органа юридического лица в интересах последнего оказалось недостаточным для объяснения существующей взаимосвязи между результативностью бизнеса и управлением им. В литературе последних лет стали появляться работы, посвященные изучению отдельных факторов, влияющих на принятие превентивных эффективных решений по ведению деловой активности компании, в частности, связанных с организацией бизнеса и его финансированию.

Раскрытие взаимосвязи организационно-экономических характеристик компании и эффективности действий ее менеджмента одним из первых было предпринято С. Майерсом (1999) на базе сформулированной им концепции финансовой архитектуры [53]. Финансовая архитектура компании подразумевает некоторую целостную модель бизнеса, включающую в себя в явном виде параметры структуры собственности компании, ее организационно-правовой формы, стимулы, способы финансирования и распределение рисков между инвесторами. Исследования, проведенные в указанном методологическом ключе, могут быть сгруппированы по трем основным ее составляющим: структура собственности, внутренние механизмы корпоративного управления и структура капитала.

Структура собственности

Влияние разделения функций владения и управления компанией на ее эффективность изучалось как в классической, так и неоклассической экономической теории. Еще А. Смит (1776) прямо указывал

на то, что менеджеры акционерных обществ, скорее всего, прикладывают меньше усилий при управлении компанией, чем прилагали бы собственники капитала, поскольку в данном случае менеджеры управляют не своей собственностью. Дальнейшее исследование взаимоотношений принципала и агента внутри компании было следствием развития акционерных форм бизнеса с распределенной собственностью.

Наиболее детально агентская проблема была разработана Дженсеном и Меклингом (1976) [30]. Они показали, что даже в современной компании объективно существуют мотивы использования ресурсов для удовлетворения личных потребностей менеджера. В модели Дженсена и Меклинга рассмотрена зависимость степени изменения стоимости компании от динамики доли акций, принадлежащих собственнику-менеджеру. Случай, при котором в компании присутствует единственный собственник, являющийся одновременно ее менеджером, является базовым сценарием с нулевыми агентскими издержками. Далее при снижении доли менеджера в акционерном капитале его стимулы к присвоению ресурсов компании для получения личных выгод усиливаются. Чтобы исключить возможности оппортунистического поведения менеджера, сторонние акционеры вынуждены контролировать его поведение, а это требует дополнительных затрат, вследствие чего эффективность деятельности компании снижается. Таким образом, основная гипотеза Дженсена-Меклинга (гипотеза о конвергенции интересов) заключалась в том, что чем меньше доля акций компании, принадлежащих менеджменту компании, тем больше у него мотивов использовать ресурсные возможности компании в целях извлечения личных выгод.

Рост числа акционеров сказывается на величине общих агентских издержек – он увеличивается в связи с такими дополнительными затратами, как издержки на коммуникации и координацию действий между акционерами (трансформация отчетности, аудит, проведение собрания акционеров, предоставление копий и выписок по запросам). Также снижаются стимулы для каждого акционера проводить односторонний контроль над менеджментом компании, поскольку выгоды от такого контроля оказываются ограниченными долей соответствующего акционера. Эта теория получила подтверждение в эмпирических исследованиях, проведенных Макконали [44], Андерсеном и Рибом [2] по публичным компаниям. Ими было показано, что компании, в которых несколько крупных акционеров являются управляющими собственниками, имеют более высокую норму прибыли.

Вместе с тем, необходимо указать на то, что в научной литературе также существуют и иные гипотезы относительно поведения менеджера как долевого собственника – в частности, гипотеза нелояльных менеджеров. В основе данного подхода лежит предположение о наличии таких эффективных механизмов, которые дисциплинируют менеджеров, например, по причине угрозы враждебного поглощения (и последующей смены руководства) или

эффективного рынка труда топ-менеджеров. Фама и Дженсен [22] указывают на то, что в случае, если менеджером компании принадлежит существенная доля голосующих акций, то тем самым они обеспечивают себе устойчивую позицию в фирме и не боятся увольнения. Более того, Штульц [70] исследовал модель, в которой было показано, что высокая доля акций, принадлежащих менеджерам, может значительно снизить вероятность поглощения.

Таблица 1

ЭМПИРИЧЕСКИЕ ИССЛЕДОВАНИЯ ВЛИЯНИЯ ДОЛИ АКЦИЙ, ПРИНАДЛЕЖАЩИХ МЕНЕДЖЕРАМ КОМПАНИИ, НА ЭФФЕКТИВНОСТЬ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ

Источник	Выборка компаний	Результаты исследований
Morck, Shleifer, Vishny, 1990 [50]	371 компания из списка Fortune 500 за 1980 г.	Коэффициент Q -Тобина увеличивается при росте доли менеджмента до 5%, далее с ростом доли до 25% снижается, а затем вновь растет, но уже более низкими темпами
McConnell, Servaes, 1990 [45]	1173 американские компании за 1976 г. и 1093 компании за 1986 г.	Коэффициент Q -Тобина растет с ростом доли инсайдеров до 40-50%, а затем снижается
Sang-Mook Lee, Keunkwan Ryu, 2003 [38]	11 японских компаний из химической отрасли за период 1981-1990 гг.	Исторические данные об участии менеджмента в акционерном капитале компании оказывают существенное влияние на показатель P/E компаний
Enqvist, 2005 [20]	203 крупнейшие шведские компании нефинансового сектора за период 1985-2000 гг.	Зависимость между долей акций, принадлежащих менеджменту компании, и коэффициентом Q -Тобина имеет U-форму
Mueller, Spitz, 2006 [51]	356 малых и средних немецких компаний из сегмента услуг с 1997 по 2000 гг.	Доля акций, принадлежащих менеджменту компании, положительно влияет на коэффициент Q -Тобина, пока не достигнет уровня 40%
Bhagat, Bolton, 2008 [4]	Американские компании за период с 1990 по 2004 гг.	Значимое положительное влияние доли акций, принадлежащих менеджерам компании, на операционные показатели компании в соответствующем и следующем годах. На операционные показатели следующих двух лет влияние положительное, однако незначимое

Кроме того, важно отметить, что результаты ряда эмпирических исследований влияния доли менеджмента в акционерном капитале на стратегическую эффективность компании свидетельствуют о существовании зависимости немонотонного характера. Так, в 1990 г. Морк, Шлифер и Вишни [50] определили зависимость рыночной стоимости компании, оцененной с помощью коэффициента Q -Тобина, от доли акций, принадлежащих менеджменту компании. Ими были проанализированы данные по 371 компании из списка

Fortune 500 за 1980 г. В результате авторы установили, что рыночная стоимость компании увеличивается при росте доли менеджмента до 5%, потом с ростом до 25% снижается, а затем вновь растет, но уже более низкими темпами.

Однако результаты исследования Макконнела и Сервеса [45] оказались несколько иными. В качестве основных показателей они также используют коэффициент Q -Тобина и долю акций инсайдеров компаний, акции которых котируются на Нью-Йоркской и / или на американских фондовых биржах. Согласно их расчетам, коэффициент Q -Тобина растет с ростом доли инсайдеров примерно до 50%, а затем снижается. Шортотом и Кизи [67] и Энквистом [20], исследовавшими влияние доли акций, принадлежащих менеджерам компаний Великобритании и Швеции, на экономическую эффективность компаний были получены сходные результаты.

Мюллер и Шпиц исследовали взаимосвязь между показателем доли акций, принадлежащих менеджерам компании, и результатами деятельности средних и малых немецких публичных компаний. Выборка авторов включала в себя 356 компаний из сегмента услуг с 1997 по 2000 гг. В результате было получено, что эффективность деятельности компаний, в которых доля акций менеджмента была выше 40%, повышалась. В своей работе Мюллер и Шпиц [51] не нашли подтверждение гипотезы нелояльных менеджеров.

Как видно из приведенных результатов, в научной литературе сосуществуют взаимоисключающие теории и гипотезы, которые указывают на наличие как положительного, так и отрицательного влияния на финансовую эффективность участия менеджмента в акционерном капитале компании. Эмпирические исследования фактических данных о работе компаний также приводят к двойственным результатам. Сводная информация по эмпирическим исследованиям влияния доли акций, принадлежащих менеджерам компании, на эффективность этих компаний приведена в табл. 1.

Важно отметить, что в научной литературе, посвященной агентской теории, обычно выделяется два типа агентских проблем: вертикальные агентские отношения, возникающие между менеджерами и акционерами, и горизонтальные, существующие между мажоритарными и миноритарными акционерами. Для анализа влияния структуры собственности компании на стратегическую эффективность менеджмента необходимо рассмотреть не только вертикальные, но и горизонтальные агентские отношения. Асимметрия информации может быть охарактеризована не только большей степенью осведомленности менеджмента компании, но и разным уровнем информированности различных групп собственников: мажоритарных и миноритарных акционеров. Крупнейшие акционеры чаще всего принимают активное участие в управлении компанией, назначают топ-менеджеров или непосредственно занимают руководящие посты. Тем самым более высокая концентрация собственности в руках небольшого числа крупнейших акционеров позволяет снизить вертикальные агентские издержки благодаря проведению эффективного контроля над менеджментом компании. Шлифер и Вишни [66] утверждают, что

концентрация собственности наряду с правовой защитой является ключевой характеристикой корпоративного управления. Исследование Миттон [48] показало, что цена акций компании в среднем растет на 2,6% при росте доли крупнейших акционеров на 10%.

Однако высокая концентрация собственности может привести к другой проблеме – конфликту интересов инсайдеров (которым принадлежит контрольный пакет акций) и миноритарных аутсайдеров. Данный конфликт может проявляться в различных формах, например, некоторые авторы указывают на то, что в «семейных» компаниях хорошо оплачиваемая работа чаще всего предоставляется менее квалифицированным родственникам и друзьям крупнейших акционеров-инсайдеров, им также предоставляются различные привилегии и льготы. В научной литературе широко представлено мнение, что в «семейных» компаниях крупнейшие акционеры-инсайдеры извлекают личные выгоды, используя ресурсы компаний [22, 19, 17], а менеджмент в таких компаниях является менее эффективным и менее профессиональным.

Ла Порта и др. [36] показали, что высокая концентрация собственности может снижать стоимость фирмы. Однако некоторые авторы отмечают, что наличие нескольких крупнейших акционеров может снизить горизонтальные агентские издержки. Пагано и Роелл [57] считают, что снижению агентских издержек способствует дополнительный контроль, проводимый крупнейшими акционерами, над акционером, имеющим контрольный пакет акций. Также Гомес и Новаес [25] указывают на то, что разногласия, возникающие между крупнейшими акционерами, не позволяют им использовать ресурсы компании для личных потребностей и нарушать права миноритарных акционеров.

Эмпирический анализ, проведенный Леманном и Вейгандом [39], показал, что наличие второго крупнейшего акционера положительно влияет на прибыльность немецких компаний. В модели Блока и Хеджа [5] также показано, что дискриминация миноритарных акционеров ниже в тех компаниях, в которых меньше разница между долями акций миноритариев и акционеров, имеющих контрольный пакет акций. Маури и Пажусте [43] исследовали рыночную стоимость финских компаний и определили, что более равномерное распределение акционерного капитала между крупнейшими акционерами положительно влияет на рыночную стоимость компании.

Также в экономической литературе представлено мнение об отсутствии зависимости эффективности компании от показателей концентрации собственности. По мнению Демзеца [15], структура собственности определяется эндогенно менеджерами и акционерами компании на основе принципа максимизации стоимости. В 1985 г. Демзец и Лен [16], протестировав зависимость бухгалтерской нормы прибыли от различных показателей концентрации собственности 511 американских компаний, не обнаружили статистически значимой и устойчивой зависимости. Однако важно отметить, что в данном исследовании авторы использовали линейную регрессию, которая не позволяет определить нелинейную зависимость переменных.

Результаты эмпирических исследований влияния концентрации собственности на стратегическую эффективность компаний свидетельствуют о наличии как положительной, так и отрицательной зависимости. Сводная информация по ряду исследований приведена нами в табл. 2.

Таблица 2

ЭМПИРИЧЕСКИЕ ИССЛЕДОВАНИЯ ВЛИЯНИЯ КОНЦЕНТРАЦИИ СОБСТВЕННОСТИ НА ЭФФЕКТИВНОСТЬ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ

Источник	Выборка компаний	Полученный результат
Demsetz, Lehn, 1985 [16]	511 американских компаний с 1976 по 1980 гг.	Статистически значимой зависимости между показателями концентрации собственности и бухгалтерской нормой прибыли не было обнаружено
La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 1999 [36]	540 крупных компаний и 691 небольшая компания из 27 стран	Высокая концентрация собственности может снижать стоимость фирмы
Lehmann, Weigand, 2000 [39]	361 немецкая компания за период с 1991 по 1996 гг.	Концентрация собственности статистически значимо отрицательно влияет на показатель ROA
Mitton, 2001 [48]	398 индонезийских, корейских, малазийских, филиппинских компаний за период с 1997-1998 гг.	Цена акций компании растет на 2,6% при росте доли крупнейших акционеров на 10%
Maury, Pajuste, 2005 [43]	Финские публичные компании с 1993-2000 гг.	Высокая концентрация собственности отрицательно влияет на коэффициент Q-Тобина . Данный эффект усиливается, если крупнейшему акционеру принадлежит блокирующий пакет
Grosfeld, 2006 [26]	Компании, котирувавшиеся на Варшавской фондовой бирже с 1991 по 2003 гг.	Более высокая концентрация собственности повышает стоимость компании
Golmohammadi, Ranjdoost, Cherati, 2012 [25]	311 иранских компаний с 2006-2011 гг.	Концентрация собственности не оказывает статистически значимого влияния на показатель ROE
Jin-hui Luo, Di-fang Wan, Di Cai, Heng Liu, 2013 [31]	379 публичных китайских компаний с 2004 по 2007 гг.	Зависимость между числом крупнейших акционеров и коэффициентом Q-Тобина имеет перевернутую U-форму

Для анализа влияния структуры собственности также необходимо определить доли акций, принадлежащих таким ключевым группам акционеров, как государство, институциональные и иностранные инвесторы. Одними из основных задач правительства являются обеспечение выполнения социальных задач, снижение безработицы, контроль особых стратегических отраслей. Поэтому максимизация стоимости может и не являться конечной целью компании с высокой долей государственного участия. Кроме того, компания, акционером

которых является государство, зачастую проводят более консервативную инвестиционную политику и, соответственно, имеют более низкие нормы прибыли. С другой стороны, в развивающихся странах государство зачастую предоставляет компаниям дополнительный доступ к различным финансовым ресурсам, давая им тем самым возможность повысить эффективность. Таким образом, государственное участие может оказывать как положительное, так и отрицательное влияние на эффективность компаний.

Таблица 3

**ЭМПИРИЧЕСКИЕ ИССЛЕДОВАНИЯ ВЛИЯНИЯ
ДОЛИ АКЦИЙ, ПРИНАДЛЕЖАЩИХ
ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫМ, ИНОСТРАННЫМ
ИНВЕТОРАМ ИЛИ ГОСУДАРСТВУ, НА
ЭФФЕКТИВНОСТЬ КОМПАНИЙ**

Источники	Выборка компаний	Полученный результат
Cornett, Guo, Khaksari, Tehranianc, 2009 [11]	Банки из 16 стран Дальневосточного региона за период с 1989 по 2004 гг.	Банки с высоким государственным участием имеют более низкие бухгалтерские показатели рентабельности
Shinada Naoki, 2009 [64]	2000 японских компаний с 1986 по 2007 гг.	Иностранное участие оказывало статистически значимый положительный эффект на коэффициент Q -Тобина до начал 2000-х гг., однако затем данный эффект стал незначимым
Odipo, 2010 [55]	16 кенийских компаний с государственным участием с 2008 по 2010 гг.	Не была обнаружена статистически значимая разница в показателях эффективности компаний, контролируемых государством, и компаний, рассматриваемых в качестве инвестиций для государства
Le, Chizema, 2011 [37]	Публичные китайские компании за период 2004-2005 гг.	Государственное участие отрицательно влияет на стоимость компании лишь при небольших уровнях участия, однако при высокой доли акций, принадлежащих государству, влияние становится положительным
Jongmoo, Jay, Choi, 2011 [32]	Публичные корейские компании за период 1993-2007 гг.	Иностранное участие в акционерном капитале компаний положительно влияет на их эффективность, измеряемую показателем Q -Тобин
Mishari Alfaraih, Faisal Alanezi, Hesham Almujaled, 2012 [47]	134 компании Кувейта за 2010 г.	Доля акций, принадлежащих институциональным инвесторам, положительно влияет на коэффициенты Q -Тобина и ROA . Государственное участие, напротив, имеет отрицательный эффект на показатели
Golmohammadi, Ranjdoost, Cherati, 2012 [25]	311 иранских компаний с 2006-2011 гг.	Иностранное участие статистически значимо отрицательно влияет на коэффициент Q -Тобина
Mei Yu, 2013 [49]	Публичные китайские компа-	Для китайских компаний присутствует U-

Источники	Выборка компаний	Полученный результат
	нии нефинансового сектора за период с 2003-2010 гг.	зависимость между долей акций, принадлежащих государству, и показателями эффективности компаний

Участие иностранных и институциональных инвесторов, напротив, оказывает положительное влияние на эффективность деятельности компаний. Обе эти группы акционеров более ориентированы на максимизацию стоимости компании, чем государство, имеют больше стимулов контролировать менеджмент компании и обеспечивать ее эффективность. Результаты ряда эмпирических исследований влияния доли акций, принадлежащих институциональным, иностранным инвесторам или государству, на эффективность компаний приведены в табл. 3.

Стимулы и мотивация менеджмента

Определение стимулов и мотиваций ключевых агентов в фирме является второй структурной характеристикой, выделенной Майерсом. Как было показано ранее, в компании существует две основные группы заинтересованных сторон, определяющих ее деятельность: акционеры и менеджеры. Чаще всего акционеры возлагают контроль за деятельностью менеджеров на совет директоров, что позволяет рассматривать его в качестве основного органа корпоративного управления. Показатели структуры совета директоров могут быть использованы в качестве переменных, характеризующих качество корпоративного управления.

Одной из ключевых характеристик совета директоров является количество директоров, составляющих совет. В экономической литературе существует две основные теории о влиянии размера совета директоров на экономическую эффективность компании: агентская теория, согласно которой небольшие советы директоров являются более предпочтительными, но в альтернативной теории ресурсной зависимости утверждается ровно обратное. Дженсен [29], Липтон и Лорш [40] указывают на то, что из-за больших советов директоров возникают дополнительные агентские издержки. При росте числа директоров в совете увеличивается вероятность конфликтов между директорами и возникает так называемая проблема безбилетника. Эйзинберг [18] утверждает, что также растут и издержки координации и коммуникации при увеличении размера совета директоров.

Многие эмпирические исследования находят подтверждение агентской теории. Йермак [74], в частности, проанализировав выборку, включающую крупнейшие американские компании из Forbes 500, определил наличие статистически значимой отрицательной зависимости коэффициента Q -Тобина от количества директоров в совете. Результаты исследования 879 финских компаний, проведенного Эйзинбергом [18] были аналогичны по конечным выводам. Такие же результаты получили Данн [14] и Коулз и др. [10] показали, что компании с большими советами директоров в среднем имеют более низкие значения коэффициента Тобина. Практика пока-

зывает, что в компаниях с большими советами независимые директора реже посещают заседания, что свидетельствует о наличии в таких советах так называемой проблемы безбилетника.

Согласно теории ресурсной зависимости, компаниям все же целесообразно иметь большие советы директоров. Поскольку каждый директор в совете, скорее всего, имеет опыт и знания в определенной отрасли, большие советы директоров являются более компетентными. Они предоставляют менеджменту компании более квалифицированные консультации и проводят более тщательный контроль. Далтон и др. [13] указывают на то, что каждый директор в совете может предоставлять компании доступ к ограниченным ресурсам (например, новые рынки, технологии, деловые связи).

Гипотеза ресурсной зависимости в ряде случаев находит свое эмпирическое подтверждение. В частности, исследования по американским компаниям свидетельствуют о положительном влиянии размера совета директоров на рыночную эффективность компаний [1]. Прован [59] также установил наличие положительной и статистически значимой связи между размером совета директоров и доступностью различных источников финансирования для компании.

Другой важной характеристикой совета директоров является количество независимых директоров в совете. Согласно агентской теории, независимые директора проводят эффективный контроль над основными операциями в компании и снижают возможность оппортунистического поведения со стороны менеджеров [22, 7]. Поскольку независимые директора не являются финансово зависимыми от менеджмента компании и не имеют прямых семейных связей с ними, контроль, проводимый ими, является более эффективным. С другой стороны, у независимых директоров может быть недостаточно знаний о специфических характеристиках основных операций компании, отрасли ее функционирования.

В конечном счете пока результаты эмпирических исследований влияния количества независимых директоров на экономическую эффективность компании оказываются противоречивыми. Хуанг [28] определил наличие положительной корреляции между количеством независимых директоров и экономической эффективностью тайваньских компаний. Напротив, Хермали и Вейзбах [27] и Сван и Хонейне [71] не обнаружили статистически значимой зависимости коэффициента Q-Тобина от доли независимых директоров в совете. Кроме того, указывается и на то, что даже при высокой доле независимых директоров общий уровень независимости совета и его профессионализм могут оставаться довольно низкими.

Число женщин, входящих в совет директоров, также является одной из основных характеристик совета. В последние годы был проведен ряд исследований о влиянии доли женщин в совете директоров на эффективность деятельности компании. Кэмбелл и Мингуез-Вера [8], проанализировав испанские компании, определили наличие положительной статистически значимой зависимости ко-

эффициента Q-Тобина от количества женщин, входящих в совет директоров фирмы. Кроме того, исследование британских компаний показало, что наличие в совете директоров, по крайней мере, одной женщины снижает издержки банкротства для компании. Картер и др. [9] также обнаружили положительное влияние доли женщин в совете директоров на экономическую эффективность компании, однако положительный эффект присутствует только в компаниях с низким уровнем корпоративного управления.

Важно отметить, что диверсификация совета директоров по гендерному составу может приносить не только выгоды, но и дополнительные издержки. Так, в однородных группах реже происходят эмоциональные конфликты, однородные группы проводят больше встреч и работают более эффективно. Маринова и др. [41], проанализировав 102 голландские и 84 датские компании, не обнаружила статистически значимой зависимости экономической эффективности компании от доли женщин в совете директоров. Также в исследованиях датских компаний, проведенных Роузом [61] и Смитом и др. [68], было показано, что количество женщин в совете директоров не оказывает влияния на эффективность компаний. Аналогичный результат был получен при межстрановом анализе, проведенном Рандой и др. [60].

В эмпирических исследованиях чаще всего рассматривается влияние нескольких характеристик совета директоров компании на ее эффективность. Результаты ряда эмпирических исследований влияния характеристик совета директоров на эффективность компаний приведены в табл. 4.

Таблица 4

ЭМПИРИЧЕСКИЕ ИССЛЕДОВАНИЯ ВЛИЯНИЯ ХАРАКТЕРИСТИК СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ КОМПАНИИ НА ЕЕ ЭФФЕКТИВНОСТЬ

Источники	Выборка компаний	Полученный результат
Pearce, Shaker, 1992 [58]	119 американских компаний за период 1983-1999 гг.	Статистически значимая положительная зависимость коэффициента Q-Тобина от количества директоров в совете
Yermack, 1996 [74]	452 американские промышленные компании за период 1984-1991 гг.	Статистически значимая отрицательная зависимость коэффициента Q-Тобина от количества директоров в совете
Eisenberg, 1998 [18]	879 небольших и средних финских компаний за период с 1992-1994 гг.	Статистически значимая отрицательная зависимость коэффициента Q-Тобина и размера совета директоров
Dann, Guercio, Partch, 2000 [14]	476 инвестиционных фондов в 1994 г.	Более эффективными являются инвестиционные фонды с меньшими советами директоров и с большим числом независи-

Источники	Выборка компаний	Полученный результат
Garg, 2007 [24]	164 индийские компании за период 1997-2003 гг.	Максимальные показатели эффективности достигаются при совете директоров в шесть человек. Участие независимых директоров в совете не оказывает статистически значимого влияния на показатели эффективности компаний
Coles, Daniel Naveen, 2008 [10]	Американские компании 1992-2001 гг.	Зависимость коэффициента Q -Тобина от размера совета директоров имеет перевернутую U-форму, что означает, что оптимальными являются или небольшие советы директоров, или очень крупные
Huang, 2010 [28]	41 тайванский банк	Размер совета директоров и число независимых директоров в совете положительно влияет на эффективность банков
Swan, Honeine, 2010 [71]	163 австралийские компании с 2005-2009 гг.	Статистически значимой зависимости коэффициента Q -Тобина от доли независимых директоров в совете не было обнаружено
Golmohammadi, Ranjdoost, Cherati, 2012 [25]	311 иранских компаний с 2006-2011 гг.	Положительное влияние участия независимых директоров в совете и отрицательное влияние совмещения функций председателя совета директоров и генерального директора на коэффициент Q -Тобина
Awan, 2012 [3]	91 публичная компания Пакистана за 2010 г.	Компании, в совете директоров которых есть независимые члены, имеют более высокие показатели ROE , ROA , Q -Тобина

Финансовая структура капитала

Структура капитала компании является третьим компонентом финансовой архитектуры, характеризующим способы финансирования активов компании и распределение рисков между инвесторами. Определенное соотношение заемных и собственных средств компании определяет структуру ее капитала.

Изучение структуры капитала остается одним из основополагающих вопросов корпоративных финансов с

тех пор, как в модели Модильяни и Миллера было показано, что в идеальном мире структура капитала компании не влияет на ее стоимость. Ослабляя различные ограничения, исследователи пытаются определить возможность существования оптимальной структуры капитала и ее возможные детерминанты. Влияние структуры капитала на стоимость компании широко исследовалась в научной литературе в течение последних десятилетий.

В 1960-1970-х гг. основное направление исследования структуры капитала было связано с изучением того, каким образом фирмы уравнивают издержки банкротства и выгоды от экономии на налоге на прибыль (Kraus, Litzenberger, 1973; Scott, 1977; Kim, 1978) [35, 63, 34]. Статичная trade-off теория предполагает, что компания может определить для себя оптимальный размер левериджа и стремиться к нему в долгосрочном периоде. Экономия на налоге на прибыль делает долг более дешевым источником финансирования, что является основным его преимуществом для корпорации. С другой стороны, издержки банкротства заставляют компании снижать долговую нагрузку. В результате и определяется оптимальный размер левериджа.

Адекватность статической теории trade-off эмпирическим данным всегда оставалась под вопросом. Миллер [46], Майерс [52] и Фама и Френч [21] указывают на то, что компании не подстраивают свой уровень левериджа под изменение цен акций так, как должны были бы, согласно статической теории trade-off. В результате основные изменения в структуре капитала происходят из-за изменений в ценах акций. Тем не менее, теория trade-off на сегодняшний день является доминирующей в корпоративных финансах, поскольку динамическая ее модификация позволяет добиться достаточной гибкости модели и вполне адекватно отражает эмпирические данные.

Первые динамические модели trade-off теории были разработаны в работах Кейна и др. [33] и Бренна и Шварца [6]. В обеих работах рассматривались динамические модели, включающие в себя неопределенность, налоги и издержки банкротства, однако транзакционные издержки не включались в модели. Однако предпосылка, согласно которой компании могут изменять свой уровень левериджа мгновенно и без каких-либо транзакционных издержек, является нереалистичной. Поскольку проведение таких изменений занимает время и несет в себе дополнительные расходы, фирмы, скорее всего, не будут изменять структуру капитала, пока она находится в определенных границах (Fischer et al., 1989, [23]).

Согласно другой теории структуры капитала – теории pecking order, – более эффективные компании имеют меньший уровень долга, поскольку стараются избежать дополнительной долговой нагрузки. В основе данной теории лежит предположение, что менеджеры действуют в интересах существующих собственников, а для финансирования своих инвестиционных стратегий акционерам выгодно в первую очередь использовать внутренние средства. В условиях необходимости привлечения внешних источников финансирования менеджеры предпочитают использовать заемный ка-

питал, поскольку выпуск нового акционерного капитала сигнализирует рынку, что акции переоценены, и негативно отражается на рыночной стоимости компании [52, 54].

Напротив, согласно сигнальной теории Росса [61], использование более высокого уровня долга должно положительно влиять на стоимость компании. Осуществление большого объема заимствований является сигналом о том, что компания способна выплачивать проценты по своим обязательствам, о ее высоком качестве. Фирмы с высокими издержками банкротства, напротив, не могут осуществлять дополнительные заимствования, а значит, не способны дать подобный сигнал.

В 1986 г. Дженсен указал на то, что более высокий уровень долга стимулирует менеджмент работать эффективно и тем самым позволяет снизить агентскую проблему между менеджерами и собственниками. По мнению Дженсена, агентские издержки возникают из-за того, что у менеджмента есть возможность использовать часть денежного потока для личных выгод. Контролирующая гипотеза Дженсена состоит в том, что, привлечение долга снижает денежные потоки, доступные для свободного использования, поскольку менеджмент берет на себя обязательства выплачивать проценты по облигациям и номинал в момент погашения облигаций. В результате это приводит к более эффективному использованию средств компании и соответственному росту ее стоимости.

Другая агентская проблема, по мнению Майерса, возникает между собственниками компании и ее менеджерами, которая приводит к двойственному эффекту от использования долга. Менеджеры, выступая в интересах акционеров, зачастую отказываются от прибыльных проектов. Это происходит в тех случаях, когда доходы от инвестиционного проекта распределяются между кредиторами и акционерами таким образом, что акционеры не получают высокой доходности от проектов с положительной чистой приведенной стоимостью. Тогда акционеры предпочитают отказываться от таких инвестиционных проектов. Кроме того, Майерс отмечает, что для компаний с большими возможностями роста такая проблема стоит еще острее, поскольку в таких компаниях конфликт между акционерами и кредиторами еще более значителен. Выпуск облигаций является одним из решений проблемы недостаточного инвестирования. В результате менеджеры будут вынуждены принимать проекты с высокой доходностью, для того чтобы расплатиться по обязательствам в будущем. Однако такое ограничение может привести к проблеме переинвестирования. Менеджеры будут реализовывать высокодоходные проекты с высоким риском, поскольку большинство риска будет ложиться на кредиторов. В результате стоимость компании будет разрушаться.

Таблица 5

ЭМПИРИЧЕСКИЕ ИССЛЕДОВАНИЯ ВЛИЯНИЯ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА КОМПАНИИ НА ЭФФЕКТИВНОСТЬ ЕЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Источники	Выборка компаний	Полученный результат
-----------	------------------	----------------------

Источники	Выборка компаний	Полученный результат
Tian, Zeitun, 2007 [72]	167 иорданских компаний за период 1989-2003 гг.	Уровень левериджа отрицательно влияет на коэффициенты ROA, ROE, PROF, Q-Тобина
Margiratis, Psillaki 2007 [42]	12 240 небольших новозеландских компаний за 2004 г.	Рост уровня долга положительно статистически значимо влияет на эффективность компаний (разница между максимальным потенциальным выпуском и фактическим выпуском минимальна)
Pratheepkanth, 2011 [56]	Компании Шри-Ланки за период 2005-2009 гг.	Размер левериджа оказывает статистически значимое отрицательное влияние на коэффициенты ROA, ROI
Saeedi, Mahmoodi, 2011 [62]	320 иранских компаний за период с 2002-2009 гг.	Показатели EPS и Q-Тобина статистически значимо положительно зависят от размера левериджа компании. Зависимость между коэффициентом ROA и левериджем отрицательная. Не было обнаружено статистически значимой зависимости показателя ROE от размера левериджа компании
Skopljak, 2009 [68]	16 австралийских банков и финансовых организаций за период 2005-2007 гг.	Статистически значимая квадратичная зависимость эффективности банков от размера левериджа. При невысоком уровне левериджа рост долга позволяет увеличить эффективность банка, однако при высоких уровнях левериджа эффект оказывается обратным
Awunyo-Vitor, Badu, 2012 [12]	Банки Ганы с 2000 по 2010 гг.	Статистически значимая отрицательная зависимость коэффициентов ROE и Q-Тобина от размера левериджа банка
Soumadi, Hayajneh, 2012 [69]	76 иорданских компаний за период с 2001 по 2006 гг.	Размер левериджа оказывает статистически значимое отрицательное влияние на коэффициенты ROE и Q-Тобина

Таким образом, в теоретической литературе также не существует единого мнения относительно влияния структуры капитала компании на эффективность управления компании. Результаты проведенных эмпирических исследований систематизированы в табл. 5.

Основная причина столь противоречивых результатов эмпирических исследований, по нашему мнению, заключается в том, что на взаимосвязь структуры капитала и эффективности управления компанией оказывают влияние факторы, которые обычно либо не принимаются авторами в расчет или не исследуются в комплексе. С другой стороны, сама структура капитала может оказывать влияние на взаимосвязь показателей эффективности и показателей структуры собственности. Так, в исследовании Учиды [73] было показано, что для японских компаний существует положительное влияние доли акций, принадлежащих менеджменту, на коэффициент Q -Тобина, и, что более интересно, – данное влияние ослабевает с ростом леввериджа компании.

Кроме того, следует отметить использование в проведенных исследованиях ограниченного набора факторных признаков, которые могут существенно влиять на результативность компании. Так, например, в составе характерных условий финансирования компаний почему-то отсутствуют показатели цены собственного и заемного капитала; в число структурных факторов собственности оказались не включены показатели равномерности распределения акций между акционерами, показатели степени концентрации собственности в руках доминирующей группы владельцев, не вовлечены в анализ показатели числа акций, не находящихся в обращении, а также степени экономической неоднородности акционеров.

Статистически значимая устойчивость исследованных зависимостей определяется не только многочисленностью объектов исследования, включенных в выборку, но прежде всего степенью однородности совокупности и методом осуществления отбора. Качество экспериментальных данных можно повысить за счет включения в набор характеристик результативности компаний таких показателей, как экономическая добавленная стоимость, экономическая прибыль или избыточная прибыль, которые в большей степени характеризуют подверженность результативности от действий управленческого персонала, связанных с формированием корпоративной культуры и рациональной финансовой политики компании, а не только фокусироваться на конъюнктурную результативность компании, подверженную в значительной степени спонтанным внешним рыночным силам.

В рамках обсуждаемой проблематики нам представляется возможным некоторым образом изменить методологический подход к проведению статистического эксперимента и порядка введения в анализ факторов стратегической результативности.

1. Повысить степень надежности и устойчивости связи можно не только за счет объема выборки компаний, но также количества сопряженных факторов, одновременно включаемых в модель уравнения связи и комплексного их сочетания (интегрированный подход).
2. В целях исключения возможности получения смещенных оценок наличия связи следует определить реальные эффекты взаимовлияния частных факторов, отнесенных к различным типологическим компонентам финансовой архитектуры компании (кластерный анализ).
3. Отсутствие общих закономерностей влияния финансовой архитектуры на результативность предполагает

установление специфических моделей связи для национальных компаний с учетом уровня их корпоративной культуры и финансовой политики.

Литература

1. Alexander J.A. et al. Leadership Instability in hospitals: the influence of board-CEO relations and organizational growth and decline [Text] / Jeffrey A. Alexander, Mary L. Fennell, Michael T. Halpern // *Administrative science quarterly*. – 1993. – No. 38. – Pp. 74-99.
2. Anderson R.C. Founding-family ownership and firm performance: evidence from S&P 500 [Text] / R.C. Anderson, D.M. Reeb // *Journal of finance*. – 2003. – Vol. 58. – Pp. 1301-1328.
3. Awan. Effect of board composition on firm's performance: a case of Pakistan listed companies [Text] / Awan // *Interdisciplinary journal of contemporary research in business*. – 2012. – Vol. 3; no. 10. – Pp. 17-54.
4. Bhagat S. Corporate governance and firm performance [Text] / S. Bhagat, B. Bolton // *Journal of corporate finance*. – 2008. – Pp. 257-273.
5. Bloch F. Multiple shareholders and control contests [Electronic resource] / F. Bloch, U. Hege // University of Aix-Marseille & ESSEC business school working paper. – 2001. URL: http://greqam.univ-mrs.fr/IMG/working_papers/2001/01a16.pdf.
6. Brennan M.J. Optimal financial policy and firm valuation [Text] // M.J. Brennan, E.S. Schwartz // *The journal of finance*. – 1984. – No. 39. – Pp. 593-607.
7. Brickley J.A. et al. Outside directors and the adoption of poison pills [Text] / J.A. Brickley, J.L. Coles, R.L. Terry // *Journal of financial economics*. – 1994. – No. 35. – Pp. 371-390.
8. Campbell K. Gender diversity in the boardroom and firm financial performance [Text] // K. Campbell, A. Minguez-Vera // *Journal of business ethics*. – 2007. – No. 83. Pp. 435-451.
9. Carter D.A. et al. Corporate governance, board diversity, and firm value [Text] / D.A. Carter, B.J. Simkins, W.G. Simpson // *Financial review*. – 2003. – No. 38. – Pp. 33-53.
10. Coles L.J. et al. Boards: does one size fit all? [Text] / Jeffrey L. Coles, Naveen D. Daniel, Lalitha Naveen // *Journal of financial economics*. – 2008. – No. 87. – Pp. 329-356
11. Cornett L.G. et al. The impact of state ownership on performance differences in privately-owned versus state-owned banks: an international comparison [Electronic resource] / Lin Guo Cornett, Shahriar Khaksari, Tehranian // *Journal of financial intermediation*. – 2009. URL: https://www2.bc.edu/~tehranlh/Performance_Difference.pdf.
12. Dadson A.-V. Capital structure and performance of listed banks in Ghana [Text] / A.-V. Dadson, J. Badu // *Global journal of human social science*. – 2012. – Vol. 12; Iss. 5; ver. 1. – Pp. 57-62.
13. Dalton D. et al. Number of directors and financial performance: a meta-analysis [Text] / D. Dalton, C. Daily, J. Johnson, A. Ellstrand // *Academy of management journal*. – 1999. – No. 42. – Pp. 674-686.
14. Dann L.D. et al. Governance and boards of directors in closed-end investment companies [Text] / Dann, L., D. Guercio, and M. Partch // University of Oregon working paper. – 2000/
15. Demsetz H. The structure of ownership and the theory of the firm [Text] / H. Demsetz // *Journal of law and economics* / – 1983. – Vol. 26. – Pp. 301-325.
16. Demsetz H. The structure of corporate ownership: causes and consequences [Text] / H. Demsetz, K. Lehn // *Journal of political economy*. – 1985. – No. 93. – Pp. 1155-1177.
17. Doidge C. et al. Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision [Text] / C. Doidge, G. Karolyi,

- K.V. Lins, D. Miller, R. Stulz // *J. finan.* – 2009. – No. 64. – Pp. 425-466.
18. Eisenberg T. et al. Larger board size and decreasing firm value in small firms [Text] / T. Eisenberg, S. Sundren, M. Wells // *Journal of financial economic.* – 1998. – No. 48. – Pp. 35-54.
 19. Enriques L. Corporate governance reforms in continental Europe [Text] / L. Enriques, P. Volpin // *J. econ. perspect.* – 2007. – No. 21. – Pp. 117-140.
 20. Enqvist J. Managerial ownership, controlling shareholders and firm performance [Electronic resource] / J. Enqvist. – 2005. URL: http://www.efmaefm.org/efma2005/papers/75-enqvist_paper.pdf.
 21. Fama E. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt [Text] / E. Fama, K.R. French // *Review of financial studies.* – 2002. – Vol. 15. – Pp. 133-139.
 22. Fama E.F. Separation of ownership and control [Text] / E.F. Fama, M.C. Jensen // *Journal of law and economics.* – 1983. – Vol. 26. – Pp. 301-325.
 23. Fischer E. et al. Dynamic capital structure choice: theory and tests [Text] / E. Fischer, R. Heinkel, J. Zechner // *Journal of finance.* – 1989. – No. 44. – Pp. 19-40.
 24. Garg. Influence of board size and independence on firm performance: a study of Indian companies [Text] / Garg // *Vikalpa.* – 2007. – Vol. 32; no. 3. – Pp. 356-421.
 25. Golmohammadi et al. The impact of ownership structure & board structure on financial performance: evidence from Tehran stock exchange [Text] / Golmohammadi, Ranjdooost, Cherati // *Spectrum: a journal of multidisciplinary research.* – 2012. – Vol. 1; iss. 9. – Pp. 3-39.
 26. Gomes A.R. Sharing of control as a corporate governance mechanism [Electronic resource] / A.R. Gomes, W. Novaes // *PIER working paper.* – 2005. – No. 01-029. URL: <http://apps.olin.wustl.edu/faculty/gomes/gomesnovaes.pdf>.
 27. Grosfeld I. Ownership concentration & firm performance: Evidence from an emerging market [Electronic resource] / I. Grosfeld // *William Davidson institute working papers series.* – 2006. URL: <http://deepblue.lib.umich.edu/handle/2027.42/57214>
 28. Hermalin B. Boards of directors as an endogenously-determined institution: a survey of the economic literature [Text] / B. Hermalin, M. Weisbach // *Economic policy review.* – 2003. – No. – Pp. 7-26.
 29. Huang C.-J. Board, ownership and performance of banks with a dual board system: evidence from Taiwan [Text] / C.-J. Huang // *Journal of management and organization.* 2010. – No. 16. – Pp. 219-234.
 30. Jensen M. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems [Text] / M. Jensen // *Journal of finance.* – 1993. – No. 48. – Pp. 831-880.
 31. Jensen M. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure [Text] / M. Jensen, W. Meckling // *Journal of financial economics.* – 1976. – No. 3. – Pp. 305-360.
 32. Jin-hui Luo et al. How many large-shareholders are best? [Text] / Jin-hui Luo, Di-fang Wan, Di Cai, Heng Liu // *Research highlights.* 2013. URL: http://www.iaacmr.org/V2/Publications/CMI/EH020502_EN.pdf
 33. Jongmoo J. Foreign capital and local firms: the effect of foreign ownership and management on corporate performance [Electronic resource] / J. Jongmoo, Choi // *3rd EMG conference on emerging markets finance.* 2011. URL: http://www.cass.city.ac.uk/_data/assets/pdf_file/0005/86639/Jongmoo-Jay-Choi.pdf.
 34. Kane K.A. et al. An investigation into the characteristics of reperfusion-induced arrhythmias in the anaesthetized rat and their susceptibility to antiarrhythmic agents [Text] / K.A. Kane, J.R. Parrat, F.M. Williams // *Br. J. Pharmacol.* – 1984. – Vol. 82. – Pp. 349-357.
 35. Kim E. A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity [Text] / E. Kim // *Journal of finance.* – 1978. – No. 33. – Pp. 45-63.
 36. Kraus A. A state-preference model of optimal financial leverage [Text] / A. Kraus, R.H. Litzenger // *Journal of finance.* – 1973. – Vol. 28. – Pp. 911-922.
 37. La Porta R. et al. Corporate ownership around the world [Text] / R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer // *Journal of finance.* – 1999. – No. 54. – Pp. 471-517.
 38. Le T. State ownership and firm performance: evidence from the Chinese listed firms [Text] / T. Le, A. Chizema // *Organizations and markets in emerging economies.* – 2011. – Vol. 2. – No. 2.
 39. Lee S.-M. Management ownership and firm's value: an empirical analysis using panel data [Text] / Sang-Mook Lee, Keunkwan Ryu // *ISER discussion paper.* – 2003. – No. 593.
 40. Lehmann E. Does the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performances in Germany [Text] / E. Lehmann, J. // *European finance review.* – 2000. – No. 4. – Pp. 157-195.
 41. Lipton M. A modest proposal for improved corporate governance [Text] / M. Lipton, J. Lorsch // *Business lawyer.* – 1992. – No. 48. – Pp. 59-77.
 42. Marinova J. et al. Gender diversity and firm performance: evidence from Dutch and Danish boardrooms [Text] / J. Marinova, J. Plantenga, C. Remery // *Tjalling C. Koopman research institute.* – 2010.
 43. Margaritis D. Capital structure and firm efficiency [Text] / D. Margaritis, M. Psillaki // *Journal of business finance & accounting.* – 2007. – No. 34. – Pp. 1447-1469.
 44. Maury B. Multiple controlling shareholders and firm value [Text] / B. Maury, A. Pajuste // *Journal of banking and finance.* – 2005. – No. 29. – Pp. 1813-1834.
 45. McConaughy D.L. et al. Founding family controlled firms: efficiency and value [Text] / D.L. McConaughy, M.C. Walker, G.V. Henderson, C.S. Mishra // *Review of financial economics.* – 1998. – No. 7. – Pp. 1-19.
 46. McConnell J. Additional evidence on equity ownership and corporate value [Text] / J. McConnell, Servaes H. // *Journal of financial economics.* – 1990. – No. 27. – Pp. 595-613.
 47. Miller M.H. Debt and taxes [Text] / M.H. Miller // *Journal of finance.* – 1977. – Vol. 32. – Pp. 297-355.
 48. Mishari A. et al. The influence of institutional and government ownership on firm performance: evidence from Kuwait [Text] / A. Mishari, F. Alanezi, H. Almujaed // *International business research.* – 2012. – Vol. 5; no. 10. – Pp. 254-287.
 49. Mitton T. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis [Text] / T. Mitton // *Journal of financial economics.* – 2001. – Vol. 64. – Pp. 215-241.
 50. Mei Yu. State ownership and firm performance: empirical evidence from Chinese listed companies [Text] / Mei Yu // *China journal of accounting research.* – 2013. – Vol. 6; iss. 2. – Pp. 75-87.
 51. Morck R. et al. Do managerial objectives drive bad acquisitions? [Text] / Randall Morck, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny // *Journal of finance American finance association.* – 1990. – Vol. 45. – Pp. 31-48.
 52. Mueller E. Managerial ownership and company performance in German small and medium-sized private enterprises [Text] / E. Mueller, A. Spitz // *German economic review.* – 2006. – Vol. 7. – Pp. 223-247.
 53. Myers S. The capital structure puzzle [Text] / S. Myers // *Journal of finance.* – 1984. – Vol. 39. – Pp. 575-592.
 54. Myers S. Financial architecture [Text] / S. Myers // *European financial management.* – 1999. – Vol. 5. – Pp. 133-141.

55. Myers S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have [Text] / S. Myers, N. Majluf // Journal of financial economics. – 1984. – Vol. 13 ; iss. 2. – Pp. 187-221.
56. Nairobi digital reposito [Electronic resource]. URL: yhttp://erepository.uonbi.ac.ke/handle/11295/13937
57. Odipo M. Does the effect of government ownership affect financial performance? A survey of partially privatized firms listed at the Nairobi securities exchange [Text] / M. Odipo // School of business. – 2010.
58. Pagano M. The choice of stock ownership structure; agency costs, monitoring and the decision to go public [Text] / M. Pagano, A. Roell // Quarterly journal of economics. – 1998. – No. 113. – Pp. 187-225.
59. Pratheepkanth P. Capital structure and financial performance: evidence from selected business companies in Colombo stock exchange [Text] / P. Pratheepkanth // Sri Lanka, journal of arts, science and commerce. – 2011. – Vol. 2. – Pp. 171-173.
60. Pearce J. Board composition from a strategic contingency perspective [Text] / J. Pearce, S.A. Zahra // Journal of management studies. – 1992. – No. 29. – Pp. 411-438.
61. Provan K. Board power and organizational effectiveness among human service agencies [Text] / K. Provan // Academy of management journal. – 1980. – No. 23. – Pp. 221-236.
62. Randoy T. et al. A nordic perspective on corporate board diversity [Text] / T. Randoy, S. Thomsen, L. Oxelheim. – Oslo : Nordic innovation center, 2006.
63. Rose C. Does female board representation influence firm performance? The danish evidence. Corporate governance [Text] / C. Rose // An international review. – 2007. – Vol. 15. – Pp. 404-413.
64. Saeedi A. Capital structure and firm performance: evidence from Iranian companies [Text] / A. Saeedi, I. Mahmoodi // International research journal and economics. – 2011. – Vol. 70. – Pp. 20-26.
65. Social science research network ; tomorrow & research today [Electronic resource]. http://papers.ssrn.com.
66. Scott J. Bankruptcy, secured debt and optimal capital structure [Text] / J. Scott // Journal of finance. – 1977. – No. 32. – Pp. 1-19.
67. Shinada Naoki. Stock ownership and corporate performance in Japan: corporate governance by institutional investors [Electronic resource] / Shinada Naoki. – 2009. URL: http://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/10e005.pdf
68. Shleifer A. A survey of corporate governance [Text] / A. Shleifer, R. Vishny // Journal of finance. – 1997. – No. 52. – Pp. 737-777.
69. Short H. Managerial ownership and the performance of firms: evidence from the UK [Text] / H. Short, K. Keasey // Journal of corporate finance. – 1999. – No. 5. – Pp. 79-101.
70. Skopljak V. Structure and firm performance in the financial sector: evidence from Australia [Text] / Vedran Skopljak, Robin LuoCapital // Asian journal of finance & accounting. – 2009. – Vol. 4 ; no 1. – Pp. 278-298.
71. Smith N. Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2500 Danish firms [Text] / N. Smith, M. Verner // International journal of productivity and performance management. – 2006. – No. 55. – Pp. 569-593.
72. Soumadi H. Capital structure and corporate performance: empirical study on the public Jordanian firms listed in Amman stock market [Text] / Hayajneh Soumadi // European scientific journal. – 2012. – Vol. 8 ; no. 22. – Pp. 173-189.
73. Stulz R.M. Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control [Text] / R.M. Stulz // Journal of financial economics. – 1988. – Vol. 20. – Pp. 25-54.
74. Swan P. Is company performance dependent on outside director 'skin in the game? [Electronic resource] / P. Swan, S. Honeine. 2010. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1746536
75. Tian G.G. Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan, Australian accounting [Text] / G.G. Tian, R. Zeitun // Business and financial journal. – 2007. – Vol. 1. – Pp. 40-53.
76. Uchida K. Agency costs of debt and relationship between firm performance and managerial ownership: evidence from Japan [Electronic resource] / K. Uchida // Working paper series. – 2010. URL: http://www.rieb.kobeu.ac.jp/academic/ra/dp/English/DP2010-05.pdf
77. Yermack D. Higher market valuation of companies with a small board of directors [Text] / D. Yermack // Journal of financial economics. – 1996. – No. 40. – Pp. 185-211.

Ключевые слова

Результативность компании; финансово-организационные факторы; финансовая архитектура; финансовая политика; структура капитала; управленческая собственность; организационная эффективность; структура собственности; успешность фирмы.

Жеребцова Малика Камильевна

Сангинова Лола Додоховна

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность. Статья посвящена актуальной тематике – метрическому подходу к взаимосвязи результативности компаний и факторов, лежащих на стороне финансовой архитектуры, создаваемой менеджментом компаний.

Новизна работы авторов состоит в систематизации и типологии большого количества источников, в которых отражены малоизвестные российскому читателю результаты современных зарубежных исследований в области оценивания имплицитных факторов успешности действий менеджмента преимущественно в виде однофакторных зависимостей характеристик результативности компаний и факторов, относимых по своему содержанию к их организационной структуре, способов финансирования и моделей формирования корпоративной собственности. Материал статьи существенно дополняет и развивает представления о возможности контроля и оценки эффективности действий органов управления деловых предприятий корпоративного типа.

Практическая значимость. Обобщенные результаты проведенных статистических экспериментов в области поиска драйверов успешности компаний позволяют органам управления компаний осознанно и обосновано выстраивать собственную корпоративную конфигурацию источников роста деловой активности, положительно воспринимаемых рынком.

Итоговое суждение. Статья соответствует требованиям, предъявляемым к научным публикациям, и рекомендуется к печати.

Хорин А.Н., член редакционной коллегии журнала, д.э.н., профессор кафедры учета, анализа и аудита Экономического факультета Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова

[Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ](#)

[Вернуться к СОДЕРЖАНИЮ](#)