

Оценка влияния финансовой архитектуры на эффективность компаний европейского ритейла

В.В. Назарова,

С.П. Глебов,

Санкт-Петербургская школа экономики и менеджмента,

Национальный исследовательский университет

«Высшая школа экономики»,

Санкт-Петербург, Россия

<http://orcid.org/0000-0002-9127-1644>

<http://orcid.org/0000-0003-0482-0420>

Аннотация. В статье рассматривается оценка влияния финансовой архитектуры на эффективность деятельности компаний европейского ритейла. В работе используется подход, основанный на комплексном анализе влияния компонентов финансовой архитектуры. Тестирование гипотез проводится на основе данных о публичных компаниях европейского ритейла, котирующихся на Лондонской фондовой бирже с 2004 по 2015 г. Для обоснования взаимосвязи финансовой архитектуры и показателей эффективности компании в работе анализируются следующие метрики: коэффициент рентабельности активов (ROA), отражающий доходность совокупных активов; Tobin Q, отражающий инвестиционную привлекательность компании; показатель стратегической эффективности EVA, отражающий экономическую прибыль компании (с учетом определения средневзвешенной стоимости капитала). С целью моделирования влияния финансовой архитектуры на эффективность компании в работе реализован метод панельных регрессий, позволяющий увеличить количество наблюдений, минимизировать коллинеарность между объясняющими переменными, увеличить эффективность полученных оценок. С целью получения прикладных выводов в работе были построены две модели: модель с фиксированными эффектами, позволяющая учесть дополнительные характеристики компании; модель со случайными эффектами, позволяющая минимизировать недостатки первой модели.

Анализ показал, что финансовая архитектура компаний ритейла влияет на их стратегическую эффективность, выраженную через EVA, и эффективность, выраженную критерием Тобина, однако не влияет на такой балансовый показатель эффективности компании, как ROA. В результате данного исследования были выявлены детерминанты эффективности крупных европейских компаний сферы ритейла и реализована модель стратегической эффективности на основе концепции финансовой архитектуры.

Ключевые слова: финансовая архитектура; EVA; Tobin Q; интегрированный подход; эффективность деятельности; компании сферы ритейла

Для цитирования: Назарова В.В., Глебов С.П. Оценка влияния финансовой архитектуры на эффективность компаний европейского ритейла // Финансы: теория и практика. 2017. Т. 21. Вып. 4. С. 100–115.

УДК 338.314

JEL G15

DOI 10.26794/2587-5671-2017-21-4-100-115

The Impact of Financial Architecture on the European Retail Company Performance

V.V. Nazarova, S.P. Glebov,

St. Petersburg School of Economics and Management,
National Research University "Higher School of Economics", St. Petersburg, Russia
<http://orcid.org/0000-0002-9127-1644>
<http://orcid.org/0000-0003-0482-0420>

Abstract. The paper assesses the impact of the financial architecture on the performance of European retail companies. An approach based on a comprehensive analysis of the effects of the financial architecture components is used. The hypotheses are tested using data on public European retailers listed on the London Stock Exchange in 2004 to 2015. To substantiate the interrelationship between the financial architecture and the company performance indicators, the following metrics are analyzed in the paper: the return on assets ratio (ROA) reflecting the ROA in aggregate; the Tobin Q reflecting the investment attractiveness of the company; the strategic performance indicator expressed through the EVA (economic value-added) index reflecting the company's economic profit (with account for the weighted average cost of capital definition). To simulate the impact of the financial architecture on the company performance, the panel regression method was used making it possible to increase the number of observations, minimize the collinearity between explanatory variables and increase the effectiveness of the estimates obtained. In order to get application insights, two models were constructed: a model with fixed effects taking into account additional characteristics of the company and a model with random effects to minimize the shortcomings of the first model.

The analysis shows that the financial architecture of retail companies impacts their strategic performance expressed through the EVA index and performance expressed by the Tobin criterion but has no effect on such performance key figure as ROA.

As a result of the research, the performance determinants of large European retailers were identified and a strategic performance model based on the concept of the financial architecture was implemented.

Keywords: financial architecture; EVA; Tobin Q; integrated approach; performance; retail companies.

For citation: Nazarova V.V., Glebov S.P. Otsenka vliyaniya finansovoi arkhitektury na effektivnost' kompanii evropeiskogo riteila [Evaluation of the Influence of the Financial Architecture on the Efficiency of European Community Companies]. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*, 2017, vol. 21, issue 4, pp. 100–115. (In Russ.).

UDC338.314

JEL G15

DOI 10.26794/2587-5671-2017-21-4-100-115

ВВЕДЕНИЕ

Компании ритейла в настоящее время играют значительную роль в жизни общества. Они одни из первых реагируют на изменения рыночной конъюнктуры, так как непосредственно взаимодействуют с широким кругом потребителей.

Так же как и компании из других отраслей, крупные ритейлеры по мере развития компании и выхода на уровень публичных сталкиваются с проблемами корпоративного управления. Это происходит за счет усложнения форм управления компанией, проблем структуры собственности, усложнения структуры капитала компании, что в комплексе образует систему финансовой архитектуры фирмы. В то время как отношения между стейкхолдерами компании значительно

усложняются, образуя новые связи и системы взаимоотношений, подходы, используемые для оценки влияния этих характеристик на эффективность деятельности компании, устаревают.

Стратегическая эффективность компании зависит от комбинации структурных характеристик, таких как структура капитала, структура собственности и качество корпоративного управления. Модель, используемая в исследовании, основана на концепции финансовой архитектуры компании. Данная концепция позволяет включить в модель ранее приведенные структурные характеристики и взаимосвязи между ними.

В статье будут рассмотрены компоненты структуры капитала, инструменты корпоративного управления и структуры собственности компаний

ритейла как составляющие финансовой архитектуры. В заключение будет проведена оценка эффективности компаний сферы ритейла.

Цель исследования состоит в определении механизмов влияния компонентов финансовой архитектуры (структуры собственности, составляющих капитала, корпоративного управления) на эффективность компаний сферы ритейла.

В соответствии с целью в качестве основных гипотез исследования были выдвинуты следующие:

1. Финансовая архитектура влияет на стратегическую и операционную эффективность европейских компаний ритейла.
2. Качественное корпоративное управление улучшает стратегическую эффективность компаний.
3. Существует разница между компонентами финансовой архитектуры для разных критериев эффективности.

Для проверки выдвинутых гипотез была собрана база данных европейских публичных компаний ритейла. Исследование основано на данных по компаниям ритейла, котирующихся на Лондонской фондовой бирже за период с 2004 по 2015 г.¹

Практическая значимость исследования заключается в:

- разработке модели на основе комплексного подхода критериев эффективности;
- апробации модели на основе комплексного подхода;
- определении различий влияния компонентов финансовой архитектуры на стратегическую и операционную эффективность компаний ритейла;
- разработке рекомендаций по применению полученных результатов в практической деятельности компаний ритейла.

¹ В исследовании были проанализированы также компании сферы российского ритейла. Все исследования, связанные со стратегической эффективностью российских компаний, оказались незначимы. Это можно связать с несбалансированностью рынка ритейлеров и общими экономическими сложностями. По результатам исследования было выявлено минимальное влияние финансовой архитектуры на стратегическую эффективность компаний российского ритейла. Активный рост российского ритейла начался сравнительно недавно, компании в основном концентрируются на операционной деятельности, прослеживаются слабые структурные характеристики компаний. По причине незначимости результатов исследования российского ритейла, в результаты вошли только выводы по компаниям европейского ритейла.

ФИНАНСОВАЯ АРХИТЕКТУРА КОМПАНИИ И ЕЕ КОМПОНЕНТЫ

Как было определено ранее, в настоящее время проблема определения факторов, воздействующих на эффективность компаний, а также особенности характера их влияния приобретают все большую актуальность. Причиной этому служат как структурные проблемы в экономике многих стран, так и естественное желание различных компаний максимально улучшить свое положение на рынке. В свете этого, одним из способов, позволяющим определить, каким образом различные аспекты функционирования компании влияют на эффективность ее деятельности, является анализ ее финансовой архитектуры.

Впервые вопрос о влиянии финансовой архитектуры на эффективность деятельности компании поднял С. Майерс в своей книге «Финансовая архитектура». Финансовая архитектура — это «финансовый дизайн бизнеса, включающий концентрированную и распыленную собственность, организационно-правовую форму, различные стимулы, способы финансирования и распределения рисков между инвесторами» [1].

Таким образом, согласно С. Майерсу, финансовая архитектура фирмы наиболее полно охватывает все аспекты деятельности компании (различные ее риски, согласование интересов стейкхолдеров и т.д.) и включает как финансовые, так и управленческие метрики: форму и структуру собственности, структуру капитала, управление рисками компании. Современные трактовки финансовой архитектуры включают дополнительный компонент — корпоративное управление, что позволяет учесть сбалансированность интересов собственников и менеджмента компании.

Подход с использованием концепции финансовой архитектуры позволяет сконцентрироваться не просто на отдельных характеристиках фирмы, а использовать единую систему метрик, учитывающую всевозможные связи между компонентами деятельности компании.

Корпоративная финансовая архитектура в настоящее время представлена системной моделью, обеспечивающей соразмерное соотношение интеллектуального и финансового капитала фирмы. В ряде российских источников эта модель обозначена как «интегрированный подход» [2]. При применении подобной системы становится возможным отход от моделей, основанных на отдельных структурных характеристиках, воспринимаясь как главенствующий критерий

изменений эффективности компании и не учитывающих динамические процессы, происходящие в ней.

Также «интегрированный подход» позволяет унифицировать модель и подбирать конкретные финансовые решения для компании в зависимости от сферы деятельности, финансового состояния и уровня интеграции в рыночную среду.

Дальнейший процесс рассмотрения концепции финансовой архитектуры невозможен без определения основных структурных характеристик. В процессе функционирования современных компаний данные характеристики становятся все более взаимосвязанными, что определяет в будущем образ данных фирм на различных рынках. В настоящий момент к таким характеристикам относят структуру собственности, капитала и корпоративное управление.

При анализе эффективности компании одной из приоритетных характеристик становится структура собственности [3–5]. Рассматривая такие аспекты, как участие государства, менеджеров и иностранных агентов в структуре собственности, а также концентрацию собственности компании у различных собственников становится возможным определить пути взаимодействия стейкхолдеров и повышения эффективности их взаимодействия. Фактически структура собственности обуславливает различные способы согласования интересов собственников (решение сложившихся агентских конфликтов), а анализ влияния данной структуры позволяет выделить ключевые риски компании и предусмотреть инструменты их минимизации.

Вопросы корпоративного управления как элемента анализа финансовой архитектуры в первую очередь отражают «характеристики» совета директоров фирмы. Сложившийся на сегодняшний день подход в оценке влияния корпоративного управления на эффективность деятельности компании основан на предпосылке о том, что, как и структура собственности, «сбалансированная система корпоративного управления нацелена на достижение баланса интересов между менеджментом и собственниками и интересов среди собственников за счет построения композиции органов корпоративного управления, состава совета директоров и процедур его работы» [6].

Таким образом, качество корпоративного управления выражается в первую очередь через сбалансированность и согласованность структуры совета директоров: размер совета директоров, количество независимых директоров, совмещение

роли президента компании и председателя совета директоров. Эффективное корпоративное управление позволяет минимизировать как агентские конфликты в компании, так и экономически грамотно распределять свободные денежные потоки.

Резюмируя вышесказанное, мы можем утверждать, что каждый из вышперечисленных компонентов финансовой архитектуры обладает значительным весом в корпоративной структуре компании и оказывает непосредственное влияние на ее эффективность. Обладая взаимосвязанной структурой, данные компоненты не позволяют изучать их обособленное влияние, что дополнительно подтверждает необходимость использования интегрированного подхода в оценке влияния финансовой архитектуры на эффективность деятельности компании.

Качество корпоративного управления выражается в первую очередь через сбалансированность и согласованность структуры совета директоров: размер совета директоров, количество независимых директоров, совмещение роли президента компании и председателя совета директоров.

В контексте обзора литературы по тематике финансовой архитектуры все исследования разделены на четыре группы: три из них соответствуют трем составляющим финансовой архитектуры (влияние корпоративного управления, структуры капитала и структуры собственности), последняя группа — исследования обобщенного влияния компонентов финансовой архитектуры.

В процессе исследования влияния корпоративного управления на деятельность компании были проанализированы работы следующих авторов: Hugh Grove, Lorenzo Patelli и др.; Jacqueline Christensen, Pamela Kent и др.; Heibatollah Sami, Justin Wang.

Так, в своей работе «Корпоративное управление и эффективность в условиях финансового кризиса: опыт американских коммерческих банков» Hugh Grove и Lorenzo Patelli изучают влияние компонентов корпоративного управления на

эффективность коммерческих банков в США [7]. Используя в качестве критерия эффективности рентабельность активов (ROA), авторы получили результаты, которые соотносятся со многими другими исследованиями по данной проблеме [8].

Основной вывод, важным для целей нашего исследования, — размер совета директоров обладает дуговой взаимосвязью с эффективностью компании. Это означает, что до определенного момента увеличение размера совета директоров увеличивает эффективность компании, но по достижению определенного числа участников начинает ее уменьшать. В это же время выявлена обратная зависимость эффективности компании и разделения позиции председателя совета директоров и президента компании (CEO).

Jacqueline Christensen в своей статье «Корпоративное управление и эффективность компании в Австралии» рассматривает вопрос влияния корпоративного управления не только на ROA, но и на коэффициент Тобина (Tobin's Q), что приводит к двойственным результатам при анализе моделей [8]. Так, в случае модели с ROA в качестве зависимой переменной разделение председателя совета и CEO имеет обратную зависимость (что соответствует агентской теории, однако противоречит некоторым исследованиям, не выявившим какой-либо значимой зависимости [9]), а с Tobin's Q — положительную, что, в свою очередь, оставляет перспективу для дальнейших исследований.

Существенный вклад в анализ влияния структуры капитала на корпоративную эффективность компании внесли Twairesh, Abdullah Ewayed M.; Mahfuzah Salim, Dr. Raj Yadav, Dimitris Margaritis; Maria Psillaki.

Так, Twairesh, Abdullah Ewayed M. в своей работе «Влияние структуры капитала на эффективность фирм Саудовской Аравии» на основе модели с включением операционной эффективности, измеренной ROA и ROE, выявили, что краткосрочные займы (STD), долгосрочные займы (LTD) и совокупный долг (TD) обладают обратной зависимостью с критерием эффективности ROA [10]. В то же время с критерием эффективности ROE взаимосвязаны только долгосрочные займы.

Следующим исследованием по данной тематике стала работа Mahfuzah Salim и Dr. Raj Yadav «Структура капитала и эффективность малазийских компаний», в которой авторы рассматривают влияние структуры капитала на корпоративную эффективность компании с использованием дополнительного критерия эффективности — при-

быль на акцию (EPS), что позволяет им более полно рассмотреть влияние займов на эффективность деятельности компании [11].

Dimitris Margaritis и Maria Psillaki в своей работе «Структура капитала, акционерный капитал и эффективность компании» на основе французских промышленных компаний проверяют критерий эффективности, используя метод анализа среды функционирования (DEA) [12]. Данный подход позволяет избежать части проблем эконометрического анализа (проблемы эндогенности) и расширить сферу исследования. В качестве результатов авторами была выявлена положительная взаимосвязь между финансовым рычагом и критерием эффективности компании.

В работе «Структура собственности и эффективность фирмы в испанских непубличных компаниях» Blanca Arosa, Txomin Iturralde и др. был получен иной результат: зависимости между концентрацией собственности и эффективностью компании выявлено не было [3].

Однако другие исследователи Emma García-Meca, Juan Pedro Sánchez-Ballesta в работе «Стоимость фирмы и структура собственности на испанском рынке капитала» не обнаружили значимой взаимосвязи между стоимостью фирмы, выраженной Tobin's Q, и инсайдерской собственностью и собственностью банков [4]. Это свидетельствует о значимом влиянии концентрации собственности на эффективность деятельности компании, что подтверждает выводы, сделанные исследователем компаний персидского залива Rami Zeitu в работе «Корпоративное управление, структура капитала и корпоративная эффективность компании: опыт стран ССАППЗ» [5].

В заключение рассмотрим исследователей, использующих «интегрированный подход» (компоненты финансовой архитектуры анализируются комплексно). Данный подход представлен следующими авторами: М. С. Кокоревой, А. Н. Степановой, М. А. Масленниковой, И. В. Ивашковской.

Так, А. Н. Степанова и М. А. Масленникова в статье «Влияние структуры собственности на эффективность деятельности на примере российских и бразильских компаний» выявили значительную обратную взаимосвязь между концентрацией собственности и эффективностью деятельности компании [13].

В то же время в исследовании «Зависит ли корпоративная стратегическая эффективность компании от корпоративной финансовой архитектуры? Эмпирическое исследование фирм Европы,

России и других развивающихся стран» авторы И. В. Ивашковская и А. Н. Степанова не выявили взаимосвязи между структурой собственности и эффективностью компании [14]. Кроме того, был сделан вывод о том, что специфика влияния государственной собственности на эффективность деятельности компании в разных странах имеет совершенно различный характер.

Следующим значимым исследованием по данной проблеме стала работа М. С. Кокорева и А. Н. Степановой «Финансовая архитектура и корпоративная эффективность: российский опыт», в которой для интегрированного подхода был использован кластерный анализ [15]. В результате авторы смогли выделить три основных типа финансовой архитектуры для нефинансовых компаний России, а также проанализировать на их основе влияние финансовой архитектуры на эффективность деятельности компании.

Резюмируя, отметим разность и неоднозначность полученных в научных источниках выводов, что дополнительно подчеркивает актуальность выбранной тематики. Важно отметить, что исследования влияния финансовой архитектуры на деятельность компаний сферы ритейла практически отсутствуют.

МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Для оценки влияния финансовой архитектуры на эффективность деятельности компании были проанализированы показатели операционной деятельности компаний, инвестиционной привлекательности, стратегической эффективности и экономической добавленной стоимости.

Операционная эффективность представляет собой «соотношение затрат и результатов в основной деятельности компании, которое может измеряться как на основе бухгалтерских данных (например, соотношение операционных расходов и валовой прибыли), так и с помощью технических индикаторов» [2].

В качестве основного показателя операционной эффективности фирмы в исследовании был использован показатель доходности совокупных капиталов (*ROA*). Данный критерий позволяет оценить эффективность использования активов с целью получения прибыли. В работе используется следующая формула для расчета:

$$ROA = \frac{NI}{TA}, \quad (1)$$

где *NI* — чистая прибыль компании; *TA* — совокупные активы компании². Под стратегической эффективностью компании в настоящее время понимается эффективность внутреннего взаимодействия в процессе достижения и реализации стратегии компании. Таким образом, стратегическая эффективность зависит от успешности деятельности в первую очередь совета директоров. В рамках данной предпосылки в исследовании используются следующие показатели стратегической эффективности: коэффициент Тобина (*Q* Tobin) и экономической добавленной стоимости (*EVA*). Следует отметить, что в исследовании ключевым показателем стратегичности был выбран показатель экономической добавленной стоимости компаний ритейла, так как коэффициент Тобина значительно зависит от колебаний котировок ценных бумаг компании, следовательно, может исказить воздействие всех стратегических решений внутри фирмы. Lehn и Makhija описывают *EVA* как критерий, «улучшающий методы учета экономической прибыли и рассчитанный как прибыль от операционной деятельности после налогообложения за вычетом стоимости капитала, использованного для получения этой прибыли» [16].

Для измерения инвестиционной привлекательности фирмы, основанной на рыночной капитализации, используется *Q* Тобина. Расчет данного критерия эффективности производится по следующей формуле:

$$Q = \frac{MC + LTD}{TA}, \quad (2)$$

где *Q* — *Q* Тобина; *MC* — рыночная капитализация компании на конец периода *t*; *LTD* — балансовая стоимость долгосрочных обязательств компании на конец периода *t*; *TA* — балансовая стоимость активов компании на конец периода *t* [2].

В исследовании были определены следующие переменные, позволяющие оценить влияние финансовой архитектуры на эффективность деятельности компании (табл. 1).

В качестве контрольных переменных использованы размер компании и темп роста продаж компании.

² Теплова Т. В. Корпоративные финансы: учебник и практикум для академического бакалавриата. М.: Юрайт, 2014. 655 с.

Переменные моделей / Variables

Переменные / Variables	Пояснение / Interpretation
mjor3n, major	Размер пакета акций, принадлежащий трем крупнейшим акционерам, % / The size of the stake held by the three largest shareholders, %
gov	Участие государства в структуре собственности (1, если есть) / State participation in the ownership structure, binary
foreign	Количество иностранных инвесторов / Number of foreign investors
fl, flnew	Заемный капитал / Собственный капитал (финансовый рычаг) / Leverage
dir_size	Размер совета директоров (количество участников) / The size of the board of directors (number of participants)
independ	Доля независимых директоров / Share of independent directors
vice	Наличие поста заместителя председателя совета (1, если есть) / Presence of the post of vicechairman, binary
ceo_dual	Совмещение роли президента компании и председателя совета директоров (1, если есть) / Combining the role of the president of the company and the chairman of the board of directors, binary
sgr	Темп роста продаж, % / Rate of sales, %
ln_ta	Размер компании (натуральный логарифм совокупных активов) / The size of the company (the natural logarithm of total assets)

ВЫБОРКА ИССЛЕДОВАНИЯ И ОПИСАТЕЛЬНАЯ СТАТИСТИКА

Анализ влияния финансовой архитектуры на эффективность деятельности компаний сферы ритейла позволяет выявить наиболее существенные компоненты финансовой архитектуры, использовать полученные оценки для улучшения состояния отрасли, а следовательно, и для повышения степени удовлетворения потребителей.

В целом 2015–2016 гг. оказались благоприятными как для европейских компаний ритейла, так и для потребителей. Рост экономики и снижение безработицы обусловил рост показателя покупательной способности в Европейском союзе в среднем на 3,7% по сравнению с 2014 г.³ Низкие цены на энергоносители, а также очень низкая инфляция позволили европейским потребителям увеличить расходы на товары.

В последние годы увеличение номинального оборота составило примерно 3%, что связано как с благоприятными для компаний сферы ритейла

внешними условиями, так и с ослаблением давления интернет-торговли. Так, в Великобритании отмечался рост розничного оборота (+11,6%), связанный как с укреплением фунта, так и с изменением потребительского поведения (рост количества потребителей товаров lux). В странах Северной Европы показатель розничной торговли, наоборот, снижался [Финляндия (-1,5%) и Норвегия (-48%)]. Удивительным стал факт роста розничного товарооборота в странах Восточной Европы [Эстония (+5,2%), Литва (+3,8%), Латвия (+3,7%), Венгрия (+4,7%), Чехия (+4,4%)] [18]. Также европейские рынки продолжили тенденцию на укрупнение торговых сетей, что выразалось в снижении количества магазинов, в укрупнении сетей, в росте совокупных торговых площадей [средний рост торговой площади в Европейском союзе (0,3%)]⁴.

Кроме того, необходимо отметить влияние политики ЕЦБ на состояние ритейла в Европе. Снижение стоимости Евро позволило улучшить экспортную ситуацию в странах Европы, повысив ее конкурентоспособность, и обеспечить рост потребительских расходов в некоторых странах Европы. В то же время политическая нестабильность и неопределенность общеэкономических

³ European retail in 2016 // GfK official website. url: https://www.gfk.com/fileadmin/user_upload/dyna_content/CH/documents/News_2016/Geomarketing/GfK_2016_EuropeanRetailStudy.pdf (дата обращения: 04.04.2017).

⁴ Там же.

Таблица 2 / Table 2

Средние значения переменных / Mean

Переменные / Variables	Среднее / Mean
Major (Размер пакета акций, принадлежащий трем крупнейшим акционерам) / The size of the stake held by the three largest shareholders	0,352
Foreign (Количество иностранных инвесторов) / Number of foreign investors	3,334
dir_size [Размер совета директоров (количество участников)] / The size of the board of directors (number of participants)	9,221
Independ (Доля независимых директоров) / Share of independent directors	0,467
Flnew (финансовый рычаг) / Leverage	2,022
Sgr (Темп роста продаж) / Rate of sales	0,057
ln_ta [Размер компании (натуральный логарифм совокупных активов)] / The size of the company (the natural logarithm of total assets)	20,85
Evanew (EVA компании), тыс. фунтов стерлингов / company's EVA	274680
Qn (Коэффициент Тобина) / Q Tobin	1,309
Количество компаний / Number of companies	25

условий не позволяют говорить об однозначной устойчивости экономики еврозоны, что создает риски для компаний ритейла.

Эмпирический анализ влияния финансовой архитектуры на эффективность деятельности компании основан на данных о европейских компаниях отрасли ритейла. Финальная выборка включает в себя базу данных по 25 компаниям ритейла, акции которых котируются на Лондонской фондовой бирже (LSE). База компаний включает, например, Marks and Spencer group PLC, METRO, Morrison (WM) Supermarkets, Mothercare PLC, NEXT PLC, Tesco PLC, Ahold, Booker group, Caffyns PLC, Carrefour и другие компании.

Выборка содержит данные за период с 2004 по 2015 г. В выборку были включены только компании, ведущие свою отчетность по МСФО, что позволило избежать спорных сопоставлений статей отчетности. Финальная выборка включала в себя 300 наблюдений.

Данные по корпоративному управлению и финансовая информация (в тыс. фунтов стерлингов) для компаний были собраны из их годовых и финансовых отчетов, опубликованных на официальных сайтах.

В первую очередь рассмотрим средние значения компонентов финансовой архитектуры и кри-

териев эффективности для компаний, включенных в финальную выборку исследования (табл. 2).

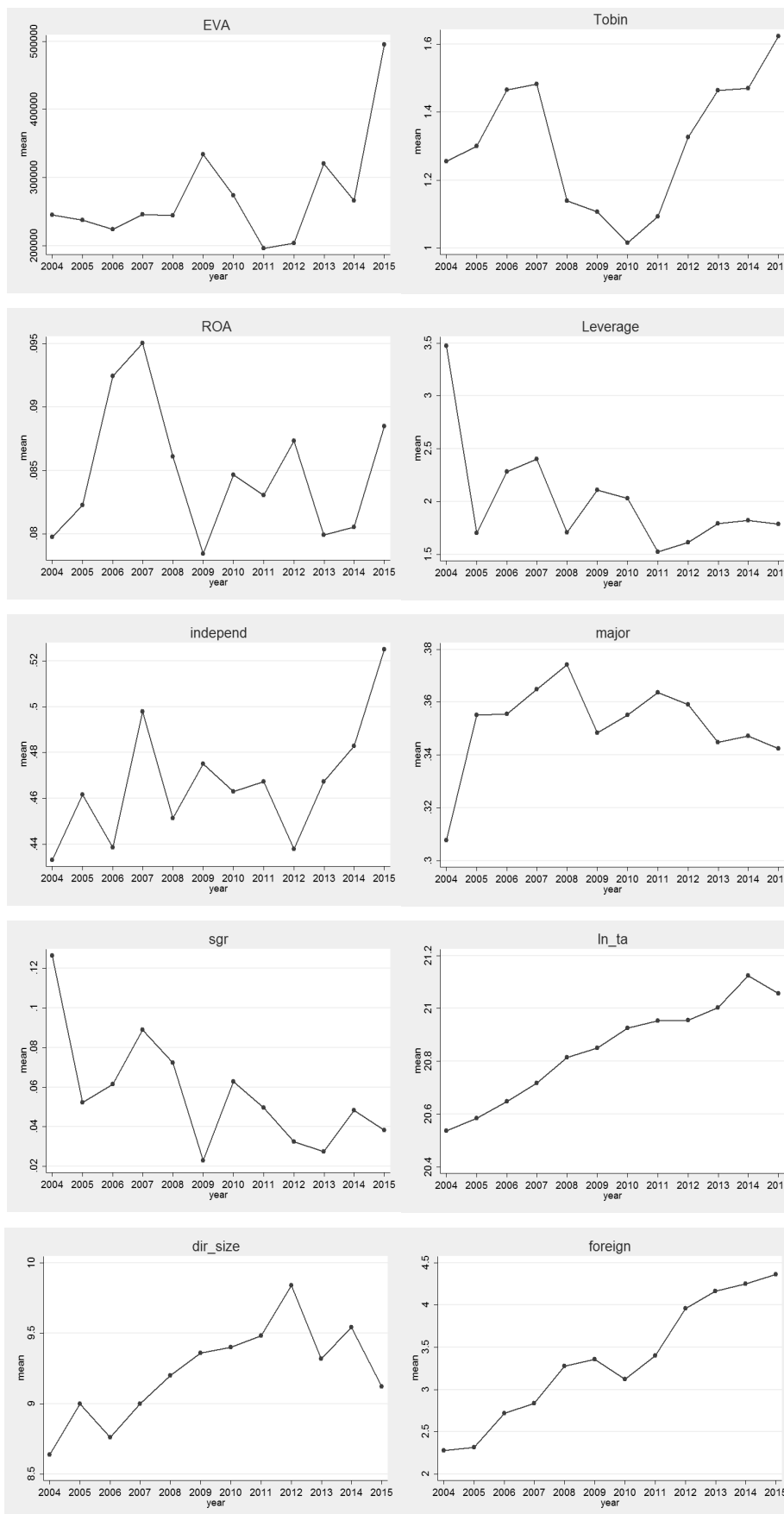
По компонентам структуры собственности можно говорить о том, что:

- концентрация собственности европейских компаний ритейла достаточно низкая, что свидетельствует о распыленном характере собственности. Так, трем крупнейшим акционерам в Европе принадлежит в среднем 35,2% акций;
- наличие иностранных акционеров в структуре капитала достаточно невысокое (3 человека).

По компонентам корпоративного управления можно говорить о том, что средний размер совета директоров в европейских компаниях ритейла достаточно высок и может характеризовать сформировавшуюся культуру корпоративного управления, при этом доля независимых членов совета 46,7%.

По компоненту «структура капитала» можно говорить о том, что средний уровень финансового рычага у европейских компаний ритейла составляет 2,02.

Динамика компонентов финансовой архитектуры с 2004 по 2015 г. более детально рассмотрена на рисунке.



Динамика компонентов финансовой архитектуры / Dynamics of financial architecture components

Как видно из графиков (см. рисунок), динамика согласуется с общими макроэкономическими трендами этого периода, с общеэкономическим падением в 2007–2009 гг. и последующим постепенным восстановлением. Единственный показатель, который не был подвержен этому тренду — логарифм совокупных активов. Также стоит отметить практически постоянный рост размера совета директоров и иностранных собственников компаний ритейла.

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Для целей нашего исследования были проанализированы компании ритейла, котирующиеся на Лондонской фондовой бирже. Мы провели тестирование модели эффективности этих компаний, основанной на концепции финансовой архитектуры, используя три основные меры эффективности: EVA как показатель стратегической эффективности; коэффициент Тобина как критерий рыночной эффективности; ROA как бухгалтерский показатель прибыли компании.

Для составления моделей и их последующего анализа был использован метод панельных регрессий, позволяющий нарастить количество наблюдений. Он снижает коллинеарность между объясняющими переменными, увеличивая эффективность полученных оценок, а также позволяет проследить развитие параметров с течением времени.

Сначала была построена модель с фиксированными эффектами, что позволило избежать смещения агрегированности (компании могут иметь какие-то ненаблюдаемые и постоянные во времени индивидуальные характеристики, влияющие на эффективность) [14].

Далее в качестве альтернативы и на случай неэффективности первой модели построена модель со случайными эффектами. В дальнейшем проведены тесты, по которым выявлена модель, наиболее подходящая для каждого критерия эффективности.

Перейдем непосредственно к анализу панельной регрессии с целью оценки влияния финансовой архитектуры на эффективность деятельности компаний. Оценить влияние финансовой архитектуры на критерий ROA не представилось возможным, так как компоненты финансовой архитектуры оказались незначимы, поэтому на дальнейшее рассмотрение попали оставшиеся два коэффициента.

Результаты оценивания модели по EVA представлены в табл. 3.

В первом столбце показаны результаты анализа панельной регрессии для модели с фиксированными эффектами и зависимой переменной экономической добавленной стоимости.

Фактор «структура собственности» представлен долей трех крупнейших акционеров (major), участием в структуре собственности государства (gov) и наличием иностранных акционеров (foreign).

Фактор «корпоративное управление» — размером совета директоров (dir_size), наличием поста заместителя председателя совета директоров (vice), долей независимых директоров в составе совета директоров (independ) и переменной, отражающей совмещение роли председателя совета и главного исполнительного директора компании (ceo_dual).

Фактор «структура капитала» — переменной flnew; размер компании (ln_ta) и темп роста продаж (sgr) использованы в качестве переменных.

На основе данных табл. 3 мы можем сделать следующие выводы о влиянии финансовой архитектуры на EVA.

Во-первых, для модели с фиксированными эффектами финансовая архитектура компаний ритейла влияет на их эффективность, так как переменные всех трех компонентов значимы. В случае с моделью со случайными эффектами фактор структуры собственности оказался незначим, а, следовательно, результаты, полученные с помощью разных методов регрессионного анализа, не робастны.

Во-вторых, в модели с фиксированными эффектами из всех показателей, характеризующих структуру собственности, значимой оказалась лишь доля трех крупнейших акционеров. При этом данный критерий негативно влияет на эффективность европейских компаний. Тем самым было показано, что концентрация собственности негативно влияет на эффективность компаний. Увеличение доли на 1% ведет к снижению показателя EVA на 103,4 тыс. фунтов стерлингов.

В-третьих, из показателей, отражающих влияние совета директоров компании, только совмещение роли исполнительного директора и председателя совета оказалось незначимым, причем совет директоров имеет негативное влияние на эффективность компаний ритейла, в то время как доля независимых директоров и наличие заместителя председателя совета директоров обладает положительным значимым влиянием. Это может свидетельствовать в пользу большей эффективности компаний, чей совет директоров в целом более «независим».

Модель оценки стратегической эффективности (EVA) / EVA evaluation model

VARIABLES	EVA	EVA
	Fixed Effects	Random Effects
major (доля трех крупнейших / share of the three largest shareholders)	-103,400**	-303,203
	(42,558)	(193,490)
gov (государственная собственность / government property)	-37,712	-78,093
	(130,992)	(81,545)
foreign (иностранная собственность / foreign property)	-14,395	-11,287
	(18,404)	(13,726)
dir_size (размер совета / board of directors size)	-85,942***	-35,168**
	(21,254)	(14,175)
vice (наличие поста заместителя / presence of vice-chairman)	433,426**	715,650***
	(212,069)	(152,335)
ceo_dual (совмещение CEO и председателя / ceo duality)	-184,541	-126,863
	(204,990)	(190,397)
independ (доля независимых директоров / share of independent directors)	465,117**	334,216*
	(216,537)	(171,546)
sgr (темп роста продаж / rate of sales)	-969,822**	-869,660**
	(400,510)	(395,858)
ln_ta (размер компании / company's size)	418,589***	173,761***
	(112,828)	(26,523)
flnew (финансовый рычаг / leverage)	20,341**	16,258*
	(9,872)	(9,390)
Constant	-7,472e+06***	-3,053e+06***
	(2,302e+06)	(515,522)
Observations	299	299
R-squared	0,190	
Number of company	25	25
Company FE	YES	
F-statistics	3,82	
Wald chi^2		132.30
P-value	0,0000	0,0000

Standard errors in parentheses

*** p < 0,01, ** p < 0,05, * p < 0,1.

Таблица 4 / Table 4

Модель оценки операционной эффективности (Q Tobin) / Q Tobin evaluation model

VARIABLES	Tobin Q	Tobin Q
	Fixed Effects	Random Effects
major (доля трех крупнейших / share of the three largest shareholders)	-1,704***	-1,306***
	(0,577)	(0,483)
foreign (иностранная собственность / foreign property)	0,00710	0,0192
	(0,0250)	(0,0235)
gov (государственная собственность / government property)	0,0914	0,0375
	(0,178)	(0,162)
flnew (финансовый рычаг / leverage)	-0,0433***	-0,0449***
	(0,0134)	(0,0132)
dir_size (размер совета / board of directors size)	0,0238	0,0258
	(0,0288)	(0,0268)
vice (наличие поста заместителя / presence of vice-chairman)	0,246	0,156
	(0,288)	(0,70)
ceo_dual (совмещение CEO и председателя / ceo duality)	0,612**	0,498*
	(0,278)	(0,271)
independ (доля независимых директоров / share of independent directors)	-0,625**	-0,523*
	(0,294)	(0,285)
sgr (темп роста продаж / rate of sales)	1,380**	1,378**
	(0,543)	(0,538)
ln_ta (размер компании / company's size)	0,264*	-0,0522
	(0,153)	(0,0831)
Constant	-3,621	2,768*
	(3,123)	(1,678)
Observations	299	299
R-squared	0,165	
Number of company	25	25
Company FE	YES	
F-statistics	16,53	
Wald chi ² p-value	0,0000	43,78 0,0000

Standard errors in parentheses

*** p < 0,01, ** p < 0,05, * p < 0,1.

Наконец, видится необходимым отметить, что рост продаж негативно влияет на эффективность компании, измеренную через EVA, в то время как размер компании ее увеличивает. Также значимым положительным влиянием обладает финансовый рычаг, что может быть объяснено следующим: компании с большей долей заемных средств имеют возможность увеличивать свой потенциал и развиваться эффективнее, но данное предположение требует дополнительных исследований.

Независимость совета директоров максимизирует стратегическую эффективность. В то же время для Tobin Q более консервативный совет директоров позволяет добиться лучших результатов.

В дополнение хотелось бы отметить, что участие государства и иностранных инвесторов не влияет на эффективность компании. Ситуация вполне естественна для Европы, где значительное количество компаний обладает возможностью внутреннего частного кредитования.

Влияние финансовой архитектуры на эффективность деятельности компании не подлежит сомнению.

Между методами анализа обозначенных выше панельных регрессий существует ряд несоответствий. Для определения подходящей модели проведен тест Хаусмана. В результате была отвергнута нулевая гипотеза о несистематическом характере различий между коэффициентами, доказано, что модель со случайными эффектами дает смещенные оценки коэффициентов регрессии. Как наиболее предпочтительный, выбран метод с использованием фиксированных эффектов.

Результаты оценивания модели с Tobin Q в качестве зависимой представлены в табл. 4.

В первом столбце показаны результаты анализа панельной регрессии для модели с фиксированными эффектами и зависимой переменной операционной эффективности. В качестве регрессоров использованы те же переменные, что и в модели с EVA.

В качестве приоритетной была принята модель со случайными эффектами. В случае операционной эффективности нет значительных ненаблюдаемых эффектов, влияющих на коэффициент Тобина или же на данной выборке наличие этих эффектов невозможно однозначно определить.

Теперь перейдем к непосредственному рассмотрению переменных. Как и в модели с EVA, все 3 компонента финансовой архитектуры значимы, а, следовательно, предположение о значимом влиянии финансовой архитектуры вновь подтвердилось. Также незначимыми остались показатели наличия государства и иностранной собственности в структуре капитала компании.

Размер совета директоров и наличие поста заместителя председателя совета стали незначимы в этой модели. Следовательно, на операционную эффективность эти показатели не оказывают существенного влияния. Стоит отметить, что доля независимых директоров в составе совета теперь оказывает негативное влияние на эффективность компании, а значит, и на ее инвестиционную привлекательность. Такая же ситуация произошла и с финансовым рычагом, отражающим структуру капитала компании.

Показатель роста продаж также изменил свой знак на противоположный и оказывает положительное влияние на эффективность. Возможно, это связано с тем, что критерий операционной эффективности рассчитывается с учетом рыночной капитализации, которая в случае высоких показателей продаж может вырасти. Как и в случае с финансовым рычагом в модели с EVA это предмет дополнительного исследования.

Отличительным моментом стало появление значимости позитивного влияния совмещения позиции CEO и председателя совета. В результате согласно этой модели компании с менее «независимым» от руководства управлением эффективнее с точки зрения операционного аспекта.

Снижение концентрации собственности и более «независимый» совет директоров, характеризующийся высокой долей независимых директоров и наличием заместителя председателя, позволяет повысить эффективность компании.

Данный результат свидетельствует в пользу более демократичных схем управления и больших возможностей для менеджеров максимизировать стоимость компаний.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В статье было проанализировано влияние механизмов финансовой архитектуры на эффективность деятельности европейских компаний ритейла, определен характер этого влияния. Обоснована необходимость применения интегрированной концепции финансовой архитектуры к моделированию стратегической эффективности компании. Были собраны данные, необходимые для дальнейшего анализа влияния финансовой архитектуры на эффективность деятельности компании. На основе имеющихся данных были рассчитаны критерии эффективности фирм. Далее были построены и отобраны три модели, определяющие взаимосвязь каждого критерия эффективности и компонентов финансовой архитектуры.

В ходе исследования был выявлен характер влияния компонентов финансовой архитектуры на эффективность исполнения стратегии компании, тем самым подчеркнута значимость внедрения интегрированного подхода к изучению внутренней среды и результатов компании.

Обобщим полученные выводы.

1. Было подтверждено, что финансовая архитектура значима для стратегической эффективности европейских компаний ритейла. Рынок ритейла в Европе в настоящее время развит, а финансовые институты работают эффективно.

2. Было выявлено следующее влияние факторов финансовой архитектуры:

- Для европейских компаний участие иностранных акционеров определено как незначимое, но увеличение доли трех крупнейших акционеров приводит к снижению показателей EVA и Tobin Q. Данная информация, в свою очередь, отражает специфику европейского рынка, который склонен к распылению собственности для повышения эффективности деятельности.

- С точки зрения стратегической эффективности прослеживается отрицательная зависимость между эффективностью и размером совета директоров и положительная взаимосвязь с наличием председателя совета и наличие независимых членов в совете. Однако для Tobin Q ситуация противоположна: независимые директора снижают этот показатель, а совмещение роли исполнительного директора и председателя совета — повышает коэффициент.

Данные результаты позволяют предположить, что независимость совета директоров максимизирует стратегическую эффективность. В то же время для Tobin Q более консервативный совет директоров позволяет добиться лучших результатов.

Структура капитала оказалась значимой для операционной и стратегической эффективности компаний, котирующихся на LSE: негативное влияние на показатель Tobin Q и положительная взаимосвязь с показателем экономической добавленной стоимости.

3. На основе проведенного исследования было доказано, что качественное корпоративное управление в большей степени улучшает стратегическую эффективность компании, на другие компоненты эффективности воздействие менее выраженное.

4. Для разных критериев эффективности компоненты финансовой архитектуры сильно отличаются. Так, для финансовой архитектуры, отражающей влияние на стратегическую эффективность, выраженную через EVA, размер совета директоров значим, в то время как для Tobin Q такого влияния отмечено не было. В случае совмещения позиции CEO и председателя совета директоров выявлена обратная зависимость.

Можно предположить, что такие различия обусловлены разными подходами в оценке данных показателей. Критерий стратегической эффективности EVA учитывает дополнительные затраты на капитал и отвечает за эффективность развития компании, следовательно, связан как с результатами работы менеджмента компании, так и с эффективностью корпоративного управления. При этом показатель Tobin Q отражает в первую очередь рыночную привлекательность фирмы, за которую, прежде всего, отвечает менеджмент компании.

Можно отметить, что часть выводов совпадает с ранее проведенными исследованиями, а некоторые выводы являются инновационными. Однако влияние финансовой архитектуры на эффективность деятельности компании не подлежит сомнению.

Полученные результаты позволяют задавать необходимый вектор для компаний ритейла, стремящихся усилить свое положение и повысить стратегическую эффективность. Следовательно, представляется возможным совершенствование рыночных стратегий компаний ритейла с учетом полученных результатов (увеличение доли независимых членов в совете, оптимизация совета

директоров, пересмотр распределения акций среди акционеров). Важно отметить неоднозначность влияния на структуру капитала: на разных видах эффективности влияние оказалось разностным.

В целом, неоднозначность результатов обуславливает перспективу дальнейшего изучения темы и проведение более детального анализа взаимосвязи финансовой архитектуры и эффективности деятельности компании.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Myers S. C. Financial architecture // *European Financial Management*. 1999. Т. 5. № 2. С. 133–141.
2. Ивашковская И. В., Степанова А. Н., Кокорева М. С. Финансовая архитектура компаний. Сравнительные исследования на развитых и развивающихся рынках. М.: ИНФРА-М, 2013. 258 с.
3. Arosa B., Iturralde T., Maseda A. Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence from Spain // *Journal of Family Business Strategy*. 2010. Т. 1. № 2. С. 88–96.
4. García-Meca E., Pedro Sánchez-Ballesta J. Firm value and ownership structure in the Spanish capital market // *Corporate Governance: The international journal of business in society*. 2011. Т. 11. № 1. С. 41–53.
5. Zeitun R. Corporate governance, capital structure and corporate performance: evidence from GCC countries // *Review of Middle East Economics and Finance Rev. Middle East Econ. Fin.* 2014. Т. 10. № 1. С. 75–96.
6. Ивашковская И. В. Модель корпоративного управления на основе стоимости для стейкхолдеров // *Вестник Финансовой академии*. 2010. № 2. С. 29–35.
7. Grove H. et al. Corporate governance and performance in the wake of the financial crisis: Evidence from US commercial banks // *Corporate Governance: An International Review*. 2011. Т. 19. № 5. С. 418–436.
8. Christensen J., Kent P., Stewart J. Corporate governance and company performance in Australia // *Australian Accounting Review*. 2010. Т. 20. № 4. С. 372–386.
9. Felício J. A. et al. Corporate governance and performance in the largest European listed banks during the financial crisis // *Innovar*. 2014. Т. 24. № 53. С. 83–98.
10. Twairesh A. E. M. The Impact of Capital Structure on Firm's Performance Evidence from Saudi Arabia // *Journal of Applied Finance and Banking*. 2014. Т. 4. № 2. С. 183.
11. Salim M., Yadav R. Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies // *Procedia-Social and Behavioral Sciences*. 2012. Т. 65. С. 156–166.
12. Margaritis D., Psillaki M. Capital structure, equity ownership and firm performance // *Journal of Banking & Finance*. 2010. Т. 34. № 3. С. 621–632.
13. Масленникова М. А., Степанова А. Н. Влияние структуры собственности на эффективность деятельности на примере российских и бразильских компаний // *Корпоративные финансы*. 2010. № 3 (15).
14. Ivashkovskaya I., Stepanova A. Does strategic corporate performance depend on corporate financial architecture? Empirical study of European, Russian and other emerging market's firms // *Journal of Management & Governance*. 2011. Т. 15. № 4. С. 603–616.
15. Кокорева М. С., Степанова А. Н. Financial architecture and corporate performance: evidence from Russia // *Корпоративные финансы*. 2012. № 2 (22).
16. Lehn K., Makhija A. K. EVA & MVA as performance measures and signals for strategic change // *Strategy & Leadership*. 1996. Т. 24. № 3. С. 34–38.

REFERENCES

1. Myers S. C. Financial architecture. *European Financial Management*, 1999, vol. 5, no. 2, pp. 133–141.
2. Ivashkovskaya I. V., Stepanova A. N., Kokoreva M. S. Financial architecture of companies. Comparative research into developed and emerging markets. Moscow: INFRA-M Publ., 2013. 258 p. (In Russ.).
3. Arosa B., Iturralde T., Maseda A. Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence from Spain. *Journal of Family Business Strategy*, 2010, vol. 1, no. 2, pp. 88–96.
4. García-Meca E., Pedro Sánchez-Ballesta J. Firm value and ownership structure in the Spanish capital market. *Corporate Governance. The International Journal of Business in Society*, 2011, vol. 11, no. 1, pp. 41–53.
5. Zeitun R. Corporate governance, capital structure and corporate performance: evidence from GCC countries. *Review of Middle East Economics and Finance*, vol. 10, issue 1, pp. 75–96.

6. Ivashkovskaya I. V. A stakeholder-value-based model of corporate governance. *Vestnik Finansovoi Akademii = Bulletin of Financial Academy*, 2010, no. 2, pp. 29–35. (In Russ.).
7. Grove H. et al. Corporate governance and performance in the wake of the financial crisis: Evidence from US commercial banks. *Corporate Governance: An International Review*, 2011, vol. 19, issue 5, pp. 418–436.
8. Christensen J., Kent P., Stewart J. Corporate governance and company performance in Australia. *Australian Accounting Review*, 2010, vol. 20, issue 4, pp. 372–386.
9. Felício J.A. et al. Corporate governance and performance in the largest European listed banks during the financial crisis. *Innovar*, 2014, vol. 24, issue 53, pp. 83–98.
10. Twairesh A. E.M. The Impact of Capital Structure on Firm's Performance Evidence from Saudi Arabia. *Journal of Applied Finance and Banking*, 2014, vol. 4, issue 2, p. 183.
11. Salim M., Yadav R. Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 2012, vol. 65, pp. 156–166.
12. Margaritis D., Psillaki M. Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 2010, vol. 34, issue 3, pp. 621–632.
13. Maslennikova M.A., Stepanova A.N. The impact of ownership structure on the corporate performance by the example of Russian and Brazilian companies. *Korporativnye Finansy = Corporate Finance*, 2010, no. 3 (15). (In Russ.).
14. Ivashkovskaya I., Stepanova A. Does strategic corporate performance depend on corporate financial architecture? Empirical study of European, Russian and other emerging market's firms. *Journal of Management & Governance*, 2011, vol. 15, issue 4, pp. 603–616.
15. Kokoreva M. S., Stepanova A. N. Financial architecture and corporate performance: evidence from Russia. *Korporativnye Finansy = Corporate Finance*, 2012, no. 2 (22). (In Russ.).
16. Lehn K., Makhija A. K. EVA & MVA as performance measures and signals for strategic change. *Strategy & Leadership*, 1996, vol. 24, issue 3, pp. 34–38.

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ

Варвара Вадимовна Назарова — кандидат экономических наук, доцент Департамента финансов, Санкт-Петербургская школа экономики и менеджмента, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Россия

nvarvara@list.ru

Станислав Павлович Глебов — магистр, Санкт-Петербургская школа экономики и менеджмента, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Россия

dr.stangle@gmail.com

ABOUT THE AUTHORS

Varvara Vadimovna Nazarova — PhD in Economics, Associate Professor of the Department of Finance, St. Petersburg School of Economics and Management, National Research University “Higher School of Economics”, St. Petersburg, Russia

nvarvara@list.ru

Stanislav Pavlovich Glebov — Master, St. Petersburg School of Economics and Management, National research University “Higher school of Economics”, St. Petersburg, Russia

dr.stangle@gmail.com