

**ИССЛЕДОВАНИЕ ОСОБЕННОСТЕЙ КОРПОРАТИВНЫХ ОТНОШЕНИЙ,
СТРАТЕГИЙ, ЭТАПОВ ЖИЗНЕННОГО ЦИКЛА И СВЯЗЕЙ МЕЖДУ НИМИ*****Елена Вадимовна КРАСИЛЬНИКОВА**

научный сотрудник, Центральный экономико-математический институт РАН,
Москва, Российская Федерация
Krasilnikova_lena@list.ru
ORCID: отсутствует
SPIN-код: 7456-6357

История статьи:

Получена 21.02.2018
Получена в доработанном
виде 02.03.2018
Одобрена 16.03.2018
Доступна онлайн 27.04.2018

УДК 336.67, 658.15
JEL: C5, G32, O12

Аннотация

Предмет. Особенности корпоративных отношений и предпочтений оказывают значительное воздействие на реализацию стратегий. Принципы корпоративного управления направлены на достижение баланса выгод. Мы предполагаем, что объект исследования не является статичным, представляет динамическую систему, характеризующую изменение корпоративных отношений, целей и приоритетов компании. В большинстве научных работ преимущественно устанавливаются общие зависимости корпоративных отношений и стратегий, не исследуется их вариативность во времени.

Цели. Исследование динамики корпоративных отношений, обоснование изменения стратегий в условиях трансформации корпоративных отношений.

Методология. Для изучения особенностей корпоративных отношений и стратегий в условиях выделения фактора размера компании были применены методы сравнения и систематизации. Построены эконометрические модели исследования влияния финансово-экономических факторов на показатель прибыльности с применением методов динамического и вероятностного моделирования.

Результаты. Выявлена необходимость идентификации потенциальных агентских проблем в условиях различия предпочтений и интересов. Обосновано существенное влияние особенностей корпоративных отношений и предпочтений на реализацию стратегий привлечения капитала, выплаты дивидендов. Установлено различное использование методик оценки выгод в условиях модификации корпоративных отношений. Охарактеризованы новые тенденции агентских отношений, снижение злоупотреблений и агентских конфликтов, повышение качества защиты интересов акционеров. Эмпирически доказаны связи нахождения компании на определенном этапе жизненного цикла и динамики показателя прибыльности.

Выводы. Обосновано, что особенности корпоративных отношений влияют на реализацию стратегий, такие зависимости являются динамическими, трансформируются при прохождении компании по кривой жизненного цикла. Выявлены существенные различия корпоративных предпочтениях и выборе источников капитала для малых и крупных компаний в зависимости от этапа жизненного цикла.

Ключевые слова:

жизненный цикл, развитие,
корпоративные отношения

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2018

Для цитирования: Красильникова Е.В. Исследование особенностей корпоративных отношений, стратегий, этапов жизненного цикла и связей между ними // *Экономический анализ: теория и практика*. – 2018. – Т. 17, № 4. – С. 704 – 721

<https://doi.org/10.24891/ea.17.4.704>

Для определения потенциальных и существующих агентских проблем необходим анализ корпоративных отношений с периода значительных изменений. Структура собственности, в частности выделение влияния частных и иностранных собственников, концентрации собственности, участия государства, статуса компании, ее

* Статья подготовлена при финансовой поддержке Российского гуманитарного научного фонда (Российского фонда фундаментальных исследований с 2016 г.), проект № 15-32-01297а2.

возраста – все это оказывает различное влияние на разработку решений, привлечение банковского финансирования или использование внутренних источников роста. Необходимо учитывать, что на этапах жизненного цикла трансформируются корпоративные отношения, меняются приоритеты развития и ключевые ориентиры, возникают новые задачи сбалансирования интересов через механизмы и принципы корпоративного управления.

Корпоративное управление можно определить как систему внутреннего контроля и процедур. Оно обеспечивает структуру, которая определяет права, роли и обязанности различных групп, участников экономических отношений внутри организации. По своей сути корпоративное управление – это созданный и разработанный институт, позволяющий проводить проверки, вырабатывающий баланс и стимулы, необходимые в компании для минимизации конфликтов интересов и управления ими.

Практика корпоративного управления различается между странами, и даже внутри стран могут сосуществовать различные системы корпоративного управления. Системы корпоративного управления, принятые в большинстве стран мира, как правило, отражают влияние теории акционеров или теории заинтересованных сторон, а также – исторические, культурные, правовые, политические и другие влияния, характерные для региона.

Несмотря на используемую систему корпоративного управления, деятельность компании зависит от участия ряда стейкхолдеров, заинтересованных сторон. Стратегия компании устанавливается советом директоров, который также контролирует внедрение принципов корпоративного управления. В свою очередь стратегия компании осуществляется ее менеджерами, капитал для финансирования деятельности компании предоставляется акционерами и кредиторами, человеческий капитал зависит от сотрудников, спрос на товары и услуги поступает от клиентов. Прочие стейкхолдеры могут включать правительства и

регулирующие органы, цель которых – учет интересов и повышение благосостояния населения страны. Определенные внешние силы, такие как правовая среда и конкуренция, также влияют на деятельность компании и взаимоотношения между заинтересованными сторонами.

Практика корпоративного управления инициирует модификацию ее принципов, именно эмпирические результаты способствуют развитию теоретических концепций, связанных с корпоративным управлением. В 1991 г. Советом по финансовой отчетности, Лондонской фондовой биржей и специалистами по бухгалтерскому учету был создан Комитет по финансовым аспектам корпоративного управления в Великобритании, а также – Cadbury Report для изучения корпоративного управления. В 1999 г. Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) разработала принципы корпоративного управления, которые расширили сферу корпоративного управления для учета интересов других заинтересованных сторон, в частности сотрудников, кредиторов и поставщиков. По данным ОЭСР, корпоративное управление включает в себя набор отношений между руководством компании, ее советом директоров, акционерами и другими заинтересованными сторонами, учитывает права и равенство акционеров, роль стейкхолдеров, прозрачность и раскрытие информации, ответственность правления¹. Установлено, что внедрение корпоративного управления в практику ведения деятельности компаний способствовало экономическому росту и стабильности финансового рынка. Отмечается тенденция к сближению систем корпоративного управления, в частности закон Сарбейнса – Оксли в США в ответ на корпоративные мошенничества стимулировал ввод аналогичных законов в других странах. Целью разработок дополнительных законов является повышение внутреннего контроля, рост доверия, защита инвесторов, увеличение прозрачности.

¹ Принципы корпоративного управления ОЭСР.

URL: <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/32159669.pdf>

В России Кодекс корпоративного управления был принят в 2002 г. По международным критериям отечественный кодекс признается одним из лучших, поскольку соответствует международным стандартам. В нем рассмотрены принципы взаимодействия, связанные с общим собранием акционеров, структурой совета директоров, исполнительным органом, раскрытием информации, внутренним контролем, корпоративными конфликтами, взаимодействием со стейкхолдерами и т.д. Другое дело, что принципы и механизмы корпоративного управления не соблюдаются в практике корпоративных отношений. Сейчас разработка концепций корпоративного управления контролируется Центральным Банком Российской Федерации, в частности службой по финансовым рынкам, которая разрабатывает проект нового Кодекса корпоративного управления².

Одной из задач корпоративного управления является защита интересов стейкхолдеров. Практика дискриминации миноритарных акционеров возможна в странах с разным уровнем корпоративного управления. Когда совершается сделка с крупным пакетом акций, миноритарные собственники не привлекаются к участию. Другой способ манипулирования связан с определением цены за акцию, когда миноритарным акционерам предлагают выкупить их пакет по заниженной стоимости. Примеры таких конфликтов были и в России – дискриминация миноритариев ОАО «Сильвинит» при планируемом присоединении к ОАО «Уралкалий» в результате намеренного занижения стоимости присоединяемой компании более чем в два раза; и в Катаре – продажа акций телекоммуникационной компании Kuwait со значительной премией, минуя миноритарных собственников.

Существует несколько фундаментальных направлений, исследующих сущность экономического агента и особенности его выбора. Согласно традиционным представлениям неоклассиков потребитель

является рациональным, максимизирует свою полезность и минимизирует расходы [1]. Ожидаемая полезность определяется заранее известным и доступным набором и количеством благ, что в реальной жизни не является реалистичным. Экономические агенты не являются рациональными: ограниченность в человеческой рациональности вытекает из теоремы Геделя, хаотического поведения, сложности вычисления даже для простых задач, которые зависят не только от самих данных. Теорема Геделя отражает ограниченности рациональности, показывает, что логические системы не могут дать ответы на все поставленные вопросы. Некоторые обозначенные утверждения не могут быть ни доказаны, ни опровергнуты, а неразрешимость связана сама с собой. Поведение нелинейных систем с течением времени становится хаотическим. Хаотическое поведение чувствительно даже к небольшим изменениям в первоначальных условиях, что делает долгосрочный прогноз невозможным.

Различное восприятие информации, субъективные взгляды и предпочтения, как правило, приводят к неидентичному поведению экономических агентов. Экономический агент может переоценивать информацию, уделять внимание малозначимой информации, которая, по его мнению, и является определяющей. Зачастую он не может решить, как правильно действовать в конкретной ситуации, применяя метод абстракции, а также основывается на прошлых эмпирических оценках, что не приводит к максимизации полезности. Для преодоления обозначенных проблем, связанных с психологическими аспектами в принятии решений, развивалась теория перспектив Д. Канеманом и А. Тверски. Исследуется относительная полезность, которая строится на основе психологического восприятия [2]. Критика неоклассиков П. Альбином отличается от критики Д. Канеманом и А. Тверски, поскольку он полагался на логику, а не на эмпирические соображения, которые отображали неспособность человеческого разума к более

² Проект Кодекса корпоративного управления.
URL: https://www.cbr.ru/sbrft/archive/fsfr/ffms/ru/legislation/corp_management_study/corp_governance/index.html

высокому уровню рациональности при сложности мира [3].

Развитие агент-ориентированной модели на основе перехода к ограниченной рациональности в поведении людей, рассматриваемой через призму искусственного интеллекта, исследуется в Центральном экономико-математическом институте РАН [4].

Таким образом, мы предполагаем, что на действия экономического агента, участника корпоративных отношений, влияет множество поведенческих факторов, изменяющихся со временем.

Корпоративные предпочтения влияют на различную реализацию стратегий.

Финансирование: в изучении интересов менеджеров и акционеров по поводу способов и принципов финансирования выясняется, что менеджеры более консервативны в привлечении заемного капитала. Они склонны использовать собственный, но не заемный капитал, по которому кредиторы налагают обязательства, которые должны быть непременно погашены, в противном случае управляющие могут лишиться вознаграждения и быть уволенными. В стратегии эмиссии управляющие стремятся в первую очередь выпустить самые надежные ценные бумаги и только потом – акции. Затягивание с выпуском акций свидетельствует о стремлении менеджмента использовать нераспределенную прибыль не на выплаты дивидендов, а на другие проекты и сделки в своих интересах. Предпосылками агентских моделей структуры капитала является использование собственного капитала, однако менеджмент склонен к оппортунизму, увеличению размера компании, что приводит к недополучению выгоды собственниками. В большинстве агентских моделей вводится предположение о наличии агентских конфликтов между менеджерами и акционерами в контексте злоупотребления управляющих при отсутствии соответствующих контрактов. Привлечение долговых источников финансирования ограничивает оппортунизм менеджмента и

способствует повышению мониторинга [5]. Расширение источников финансирования приводит к появлению противоречий с кредиторами, что отражается в повышенной требуемой норме доходности в условиях риска или нестабильности. Основным недостатком или сильным допущением данных теорий является гипотеза о постоянной доступности заемного капитала для любых компаний. Стоит заметить, что для большинства фирм в действительности существуют значительные ограничения в привлечении заемных способов финансирования.

Выплата дивидендов: дивиденды и выкуп акций также связаны с корпоративными предпочтениями, поскольку они влияют на доходность инвестиций и финансовые коэффициенты компании. Дивиденды предоставляют важную информацию о будущих результатах деятельности компании и инвестициях. Когда волатильность цен на акции высокая, инвесторы не склонны к реинвестированию дивидендов для стимулирования роста. Общая доходность индекса MSCI (фондовый индекс, измеряющий эффективность рынка акций на развитых рынках за пределами США и Канады) составила 9,7%, без учета дивидендов – 6,7%. Как правило, выплаты дивидендов производятся ежеквартально в США, раз в полгода – в Европе и Японии, раз в год – в Китае.

Отметим цикличность выплаты дивидендов, что связано с ростом и спадом экономики в целом. Серьезные флуктуации в 1930-х гг. в выплатах дивидендов скорее связаны с убыточностью компаний после Великой депрессии. Несмотря на кризис в 2007–2008 гг., доля дивидендов в объеме прибыли оставалась высокой. Отмечается тренд роста выплат в абсолютном значении. Отклонения от среднего значения закономерно выше для прибыли, направления колебаний совпадают с выплатами дивидендов. Однако с 2000-х гг. установлена большая изменчивость выплат дивидендов, чем прибыли по отношению к предыдущему году (рис. 1). Отчет о выплаченных дивидендах за длительный период времени важен для многих компаний и

акционеров, поскольку постоянство выплат интерпретируется как свидетельство прибыльности компании. Потенциальные инвесторы заинтересованы в росте дивидендов – доходе, который они получают от участия в капитале компании. Отмечено, что снижение дивидендов при условии постоянного роста негативно воспринимается внешними агентами, косвенно характеризует наличие проблем у организации. Выплаты дивидендов сокращают значение денежных средств (активов) и нераспределенной прибыли (собственного капитала) – все это снижает показатели ликвидности компании, увеличивая финансовый леверидж, что характеризует рост возможной неустойчивости в краткосрочном и долгосрочном периодах. Дивиденды могут быть выплачены как в денежной форме, так и в виде новых акций компании. Однако выплата дивидендов в форме новых акций не означает повышения участия акционера в капитале, поскольку остальные собственники также получают эквивалентный прирост акций, рыночная стоимость компании, оцениваемая как капитализация, не изменяется. Такое распределение является неденежным, то есть, не участвует в налогообложении. Увеличение числа акций закономерно снижает показатель дохода на акцию, исчисляемый как отношение чистой прибыли после выплаты дивидендов по привилегированным акциям к увеличенному числу акций, однако не влияет на финансовый леверидж и показатели ликвидности.

Рассмотрим методику учета стоимости в зависимости от модификации корпоративных отношений.

Корпоративные взаимосвязи также воздействуют на развитие практик расчета показателей результативности деятельности. Так, миссией менеджмента является максимизация благосостояния собственников согласно теории акционеров. Концепция стейкхолдеров увеличивает число ключевых экономических агентов, заинтересованных сторон, включая клиентов, поставщиков, сотрудников и других лиц, которые заинтересованы в компании. Для определения

результатов деятельности для акционеров используются различные методики:

- экономическая добавленная стоимость: разница между получаемой прибылью и стоимостью используемого капитала. Недостатки модели связаны с тем, что учитывается весь капитал, в том числе и заемный, а непосредственный интерес связан с тем, что же в итоге получит собственник;
- расширенная акционерная стоимость: учитывает предпочтения и интересы стейкхолдеров, что способствует повышению благосостояния собственников, ориентации на долгосрочный результат, стимулирует устойчивый рост прибыли, исходя из учета предпочтений заинтересованных сторон;
- добавочная стоимость для стейкхолдеров: исследует различие конечных альтернативных издержек (если бы инвестор вложил бы свои средства в альтернативный проект) по сравнению с начальными альтернативными издержками остальных заинтересованных участников [6].

Одним из элементов усовершенствования корпоративных отношений является повышение индекса защиты миноритарных инвесторов, что представлено на основе рейтинга *Doing Business* в 2017 г.³ Прозрачность деятельности на основе интегрального индекса на базе опросов для московских компаний выше, чем для компаний из стран ОЭСР, но ответственность генерального директора, доступ акционеров к внутренним документам, отсутствие конфликтов интересов – существенно ниже. По сравнению, например с Бразилией у России менее развита структура управления (рис. 2).

Различия корпоративных предпочтений выражаются в разработке неидентичных стратегий, в выборе определенных показателей эффективности, особенно это проявляется в условиях изучения объекта как динамической изменяющейся системы.

³ *Doing Business* 2018. Reforming to Create Jobs. A World Bank Group Flagship Report. URL: doingbusiness.org

Концепция жизненного цикла организации преимущественно исследует динамику организационных характеристик компании, связанных с управлением. Существующие теоретические работы применимы к крупным компаниям с распыленной собственностью, что затрудняет и ограничивает их приложение к российским организациям. Так, И. Адизес [7, 8] и Л. Грейнер [9] исследуют этапы жизненного цикла и развитие компании на основе модификации типов менеджмента и структуры управления, наличия предпринимательской инициативы у основателя, не изучают сильное давление внешней среды, слабость защиты собственников – столь важные проблемы, характерные для российских компаний. Доминирование стилей управления и форм взаимодействия в первую очередь ориентировано на решение внутренних проблем развития, в частности, изучение замедления развития и старения. Для российских компаний такие комбинации не являются спасительными в условиях сильного давления внешних угроз и участия государства, а также, как отмечает сам И. Адизес, в условиях «тишины» внутри российской компании (видимо, это связано с боязнью открытого проявления лидерских качеств), автократии и желания контролировать. Несомненно, вклад И. Адизеса в понимание перспектив развития и способов выхода компании из кризиса колоссален как для модификации научных представлений, так и для практической реализации [10]. Идентификация этапов жизненного цикла организации определялась иногда не столько с позиции научного подхода, сколько в результате эмпирических проверок. Например, в работе [11], учитывались только знаки денежных потоков от операционной, финансовой, инвестиционной деятельности, не использовались ни факторы агентских отношений, ни другие внутрифирменные параметры, способствующие наиболее адекватному присвоению этапов. Изучение отечественных компаний определяет существенные отличия от зарубежных фирм: высокую концентрацию собственности,

агентские особенности и их воздействие на деятельность организаций [12, 13].

Для движения компании по кривой жизненного цикла на основе применения подхода к типу производства (экстенсивно-интенсивного) в условиях вычисления интервальных значений Н. Любушиным и Н. Бабичевой [14] определяются соответствующие этапы развития, а также корпоративные проблемы. Этап зарождения соответствует экстенсивному типу производства, привлекаются заемные источники финансирования. Корпоративные проблемы связаны с воздействием внешней среды, процессом налаживания производства, зависимостью от кредиторов. Следующий этап, юность, характеризуется так же высоким уровнем заемного капитала, повышением сложностей, связанных со сбытом продукции, влиянием внешней среды. На этапе роста осуществляется интенсивный тип развития производства, снижается зависимость от заемного финансирования, повышается организационная стабильность, возникает целесообразность снижения себестоимости. Тип производства на этапе зрелости выделяется как интенсивно-экстенсивный, структура источников финансирования является оптимальной, доступны новые источники капитала. Спад предполагает переход к экстенсивному типу развития, возникает проблема снижения доверия со стороны кредиторов и поставщиков.

Можно предположить, что на этапе роста в исчислении стоимости компании закладываются будущие возможности организации, на этапе зрелости – текущие активы и возможности. Кроме того, такой внешний фактор, как рынок капитала, оказывает существенное влияние в результате доступности привлечения финансирования переоцененными компаниями [15]. Другим значимым показателем, способствующим определению принадлежности тому или иному этапу развития, является показатель доли инвестиций в основной капитал. Немногочисленные исследования, посвященные изучению вероятности выбора источников финансирования на разных этапах жизненного

цикла. Некоторые российские авторы, анализируя этапы жизненного цикла и доходности акций при проведении первичного размещения (IPO), отмечают наибольшую результативность у 57,2% компаний на этапе зрелости [16]. Таким образом, эмпирически подтверждается гипотеза о целесообразности привлечения капитала с использованием первичного размещения для зрелых компаний. В краткосрочном периоде однако выявляется положительная зависимость проведения IPO для молодых растущих компаний. Несмотря на ограниченность экономико-математических исследований источников капитала, можно рассматривать гипотезу о связях этапов жизненного цикла и источниках финансирования.

Данные предположения соотносятся с выводами М. Дженсена [17], который определял более низкую вероятность проведения слияния и поглощений (M&A) как элемента внешнего развития в условиях высокого отношения долга к активам компании, критерия этапа бурного роста, оказывающего обратное влияние на привлечение внешнего капитала.

В теории жизненного цикла преимущественно исследуются изменения управленческих параметров и организационной структуры компаний, не выделяются возможные корпоративные конфликты и не учитываются предпочтительные источники финансирования. Исследования российских авторов, посвященные агентской составляющей и анализу структуры капитала в контексте движения компании по кривой жизненного цикла, малочисленны. В научной литературе преимущественно используется идентичная методика исследования для компаний с распыленной и концентрированной собственностью. Все же предполагается, что менеджмент российских компаний, как правило, так или иначе связан с собственниками. Целесообразны анализ и разработка методики определения этапов жизненного цикла с учетом выявленных особенностей внутренней и внешней среды; определение финансовых и нефинансовых показателей, зачастую исключаются из

моделей, выявление драйверов перехода от этапа к этапу, определение предпочтительных источников финансирования на том или ином этапе развития компании. Предполагается, что долговой капитал оказывает неодинаковое влияние на итоговый показатель стоимости компании на различных этапах развития. Предпочтения доминирующего собственника преимущественно инициируют переход компании по кривой ее жизненного цикла. Кроме того, отмечаются особенности в характеристиках этапов развития для компаний с доминированием иностранных собственников, что подтверждает допустимость гипотезы о выделении типа собственника, его интересов как значимой характеристики развития для организаций с высококонцентрированным владением, в особенности российских. На этапе зарождения стремления и предпочтения собственника относительно роста компании реализуются за счет внутренних возможностей (другой вариант принятия решений – выбор не расширять организацию), на этапе роста для перехода на новый этап развития необходимо внешнее финансирование, согласно выводам Г. Широковой [18, 19]. Однако стоит заметить, что компания может оказаться на этапе спада и на начальных этапах развития.

Кроме того, следует различать методику по обследованию малого и среднего предпринимательства и публичных акционерных обществ. В данном случае используется термин «малые компании» для субъектов малого и среднего предпринимательства и «крупные компании» – для публичных акционерных обществ.

Для малых компаний характерно использование упрощенных форм бухгалтерской отчетности, что ограничивает факторный анализ таких организаций. В первую очередь необходимо исследование влияния продаж и себестоимости на прибыль, структуры расходов, выявление отклонений от обозначенных нормативных значений. Для небольшой организации противоречия, свойственные крупной компании, либо проявляются с определенным лагом, либо являются оригинальными, что требует

различного подхода и анализа, исходя из размера или специфики вида экономической деятельности. В малых компаниях, как правило, отмечается предпринимательская инициатива создателя как сильный мотивационный параметр развития. Молодые компании наиболее подвержены влиянию внешней среды. Для малых организаций при дальнейшем развитии на этапе бурного роста предполагается угроза появления «ловушки собственника», нежелание делегировать свои полномочия профессиональному наемному менеджменту, желание осуществлять контроль над его решениями, что актуально для российских внутрифирменных (корпоративных) отношений. Проявление противоречий интересов при наличии двух ключевых крупных акционеров на этапе роста, как нам представляется, в меньшей степени значимо в отличие от крупных предприятий. Для крупных компаний при значительном развитии характерен риск противоречий крупных собственников в дальнейших стратегиях, борьба за контроль. На этапе зрелости в малых компаниях у собственника возникает желание получать отдачу от его деятельности и затраченных усилий, так называемая «ловушка инвестора», в крупных, напротив, мажоритарные акционеры после противоречий в перераспределении контроля и собственности ориентированы на осуществление взаимного мониторинга, но возрастает диссонанс (разрыв) предпочтений с миноритариями. Таким образом, при определении возможных угроз проявления корпоративных противоречий необходимо учитывать и размер компании (рис. 3).

Молодые компании, которые склонны к внутреннему развитию и внутреннему органическому росту, то есть без привлечения внешнего капитала, в большей степени подвержены влиянию внутрифирменных проблем корпоративных отношений, чем макроэкономических воздействий. Комплексный подход с учетом фактора размера, особенностей корпоративных отношений позволяет разработать обобщенную модель жизненного цикла, которая может выступать как индикативная методика анализа компании.

Рассмотрим эконометрический подход к проблемам устойчивого развития.

Устойчивое развитие хозяйствующего субъекта исследуется как система, состоящая из совокупности предприятий, обеспечивающих непрерывное функционирование при наличии внутренних ограничений, а также – изменяющейся внешней и внутренней среды. То есть устойчивое развитие предполагает изменения во времени в отличие от стабильности, которая иллюстрирует идеальное состояние, что является скорее исключением из практики [20]. Устойчивое развитие и непрерывность деятельности достигаются при равновесии экономических систем в условиях экономического роста. Таким образом, экономический рост – значимый фактор стимулирования устойчивого развития компании. Тем не менее ситуация постоянного экономического роста невозможна в силу цикличности глобальных экономических процессов. Внутрифирменные параметры, включающие производственный и финансовый капитал, взаимодействующие с институциональной средой, способствуют устойчивому развитию на каждом этапе жизненного цикла [21]. Характеристика устойчивого развития связана с коэффициентами финансово-экономического состояния.

По нашему мнению, устойчивое развитие – необходимый критерий достижения устойчивого роста. Устойчивый рост компании происходит на основе повышения выручки без снижения инвестиций, такой рост приводит к увеличению стоимости компании. Проблема устойчивого роста является дискуссионной в силу изучения разного рода компаний, занимающихся различными видами экономической деятельности, с неидентичной корпоративной структурой. Значительное внимание уделяется непосредственно количественным детерминантам роста, упускаются из виду качественные характеристики корпоративных отношений. Качественные характеристики трудно поддаются измерению и учету в моделях.

Одним из шагов к исследованию устойчивого роста является оценка прибыльности,

выявление закономерностей ее повышения в условиях влияния прошлых значений. То есть деятельность в прошлом оказывает влияние на текущую прибыльность. Таким образом, учитывается временной эффект. Предполагается итеративная методика анализа деятельности компании: применение математических методов моделирования к количественным параметрам, формулирование гипотез на основе полученных результатов, разработка положений с учетом выявленных корпоративных особенностей и установленных перспектив развития на базе систематизированных проблем и препятствий движения по кривой жизненного цикла.

Исследуем влияние различия текущих и прошлых значений независимых экзогенных переменных на прибыльность компаний, измеряемое через маржу операционной прибыли на основе выборки панельных данных [22]. Маржа операционной прибыли рассчитана как отношение операционной прибыли к выручке. Мы предполагаем, что текущая результативность деятельности компании определяется не только текущими финансовыми факторами, но и влиянием прошлой результативности. Также исследуется воздействие капитализации компании, рассчитанное на основе котировок акций, скорректированных на количество акций в обращении. Предполагается, что такая характеристика является краткосрочной и сильно волатильной, что не требует учета прошлых значений. Кроме того, в модель включена характеристика специфического риска для компаний. Такой риск нельзя диверсифицировать, при наличии несистематических рисков растет премия за риск, соответственно, увеличивается ожидаемая доходность.

На основе апробации модели установлено, что коэффициент при запаздывающей разности объясняющей переменной маржи операционной прибыли является положительным и значимым на уровне значимости 1% (минимально допустимый уровень отклонения гипотезы об отсутствии связи). То есть значения прошлого периода положительно влияют на текущее значение прибыльности.

Отношение долга к активам и капитализация компании способствуют росту прибыльности, специфический, несистематический риск – снижает ее.

Другой подход связан с моделированием вероятности колебаний маржи операционной прибыли. В соответствии с систематизированными выводами по результатам исследований предполагается, что наибольшее отклонение показателей прибыльности (темпы роста прибыли, выручки) и качественных показателей, таких как фондоотдача, оборачиваемость активов, выработка от среднего значения достигается на этапе с интенсивным типом развития производства, то есть, роста. Критериями разделения на этапы выступили несколько факторов: волатильность выручки, выплата дивидендов, период от первичного размещения акций, отношение нераспределенной прибыли к активам. Бинарной зависимой переменной является отклонение маржи операционной прибыли от среднего значения. По результатам построения логистической регрессии установлено, что финансовый леверидж (отношение долга к активам) повышает вероятность отклонения показателя прибыльности, принадлежность к этапу бурного роста также повышает вероятность отклонения, нахождение на этапе зрелости снижает вероятность отклонения, нахождение на этапе спада – повышает. Таким образом, эмпирически доказаны гипотезы о наличии устойчивых связей нахождения компании на определенных этапах жизненного цикла и финансово-экономических параметров. Общее число корректных исходов более 57% свидетельствует об адекватности предсказательной силы модели.

Таким образом, обосновано, что особенности корпоративных отношений оказывают влияние на разработку стратегий, выбор методики вычисления стоимости компании. Согласно агентским моделям структуры капитала предполагается наличие противоречий между собственниками и менеджментом, когда управляющие ведут себя оппортунистически. При этом вводится предположение о доступности долга.

Корпоративные предпочтения и интересы не являются статичными, а изменяются при прохождении компанией по кривой жизненного цикла. Зачастую предполагается идентичность корпоративных отношений для малых и крупных компаний. Установлены связи и динамика корпоративных особенностей и стратегий, в частности, привлечение капитала для малых и крупных организаций. Выявлена тенденция повышения качества защиты миноритарных инвесторов. На основе результатов моделирования получены эмпирические оценки влияния на показатели прибыльности с учетом динамических процессов. Выявлено, что принадлежность к разным этапам развития по-разному влияет на вероятность отклонения показателя прибыльности от среднего значения.

Систематизированная методика анализа компании как динамического объекта представлена на *рис. 4*.

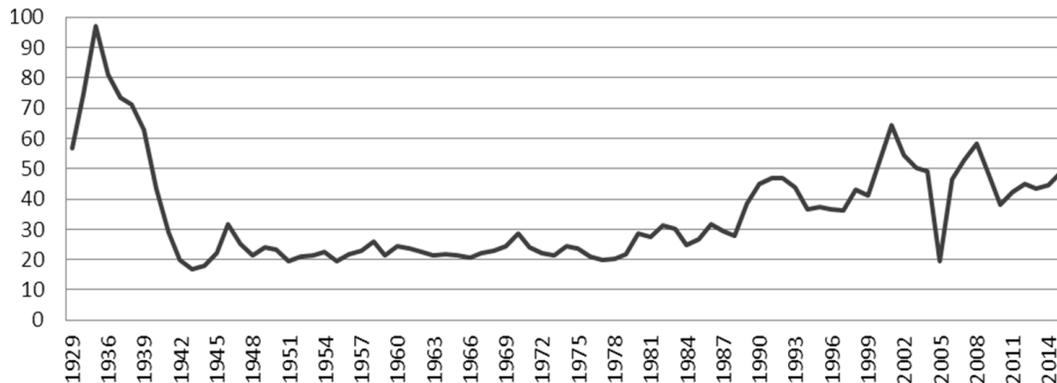
Проверка устойчивости рассматривается на основе различных критериев. Исследуется соотношение темпа роста факторов доходов и расходов на основе сравнения динамики выручки и различных издержек. Анализируются различные сочетания динамики объема продаж (производства), потребляемых ресурсов и величины их отдачи: сравнение темпа роста продаж и темпа роста расходов. Другим доступным методом оценки устойчивости является расчет коэффициентов платежеспособности, ликвидности, автономии, собственного капитала на основе отчетности. Более сложным подходом является учет доли экстенсивных и интенсивных факторов в показателе результативности на основе индексного метода. Виды финансовой устойчивости связаны с границами изменений: абсолютная устойчивость с интенсивным типом производства достигается при границе изменений более $2/3$, нормальная – от $1/3$ до $2/3$ [23].

Рисунок 1

Доля выплаченных дивидендов корпорациями США по отношению к их доходу в 1929–2014 гг., %

Figure 1

Dividends paid by U.S. corporations to their income in 1929–2014, percentage



Источник: U.S. Bureau of Economic Analysis. URL: <https://www.bea.gov/>

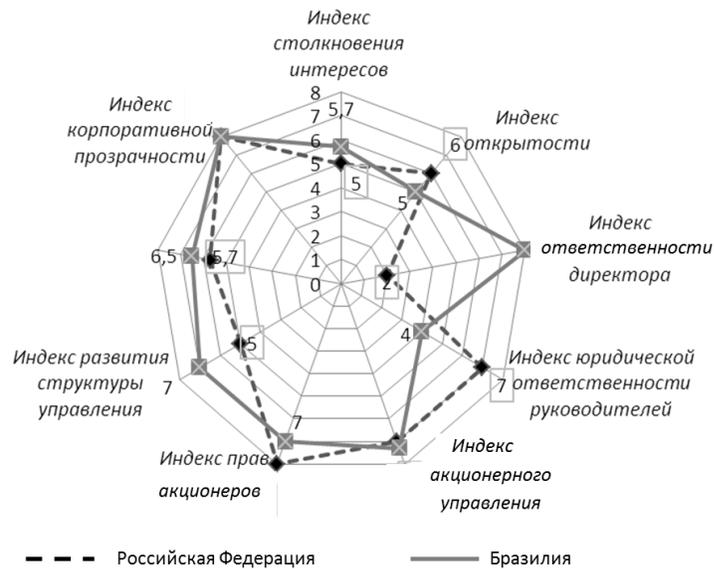
Source: U.S. Bureau of Economic Analysis. URL: <https://www.bea.gov/>

Рисунок 2

Сравнение компонентов индекса защиты миноритарных инвесторов для России и Бразилии

Figure 2

Comparison of the components of Minority Investor Protection Index for Russia and Brazil



Источник: Doing Business 2018. Reforming to Create Jobs. A World Bank Group Flagship Report.

URL: doingbusiness.org

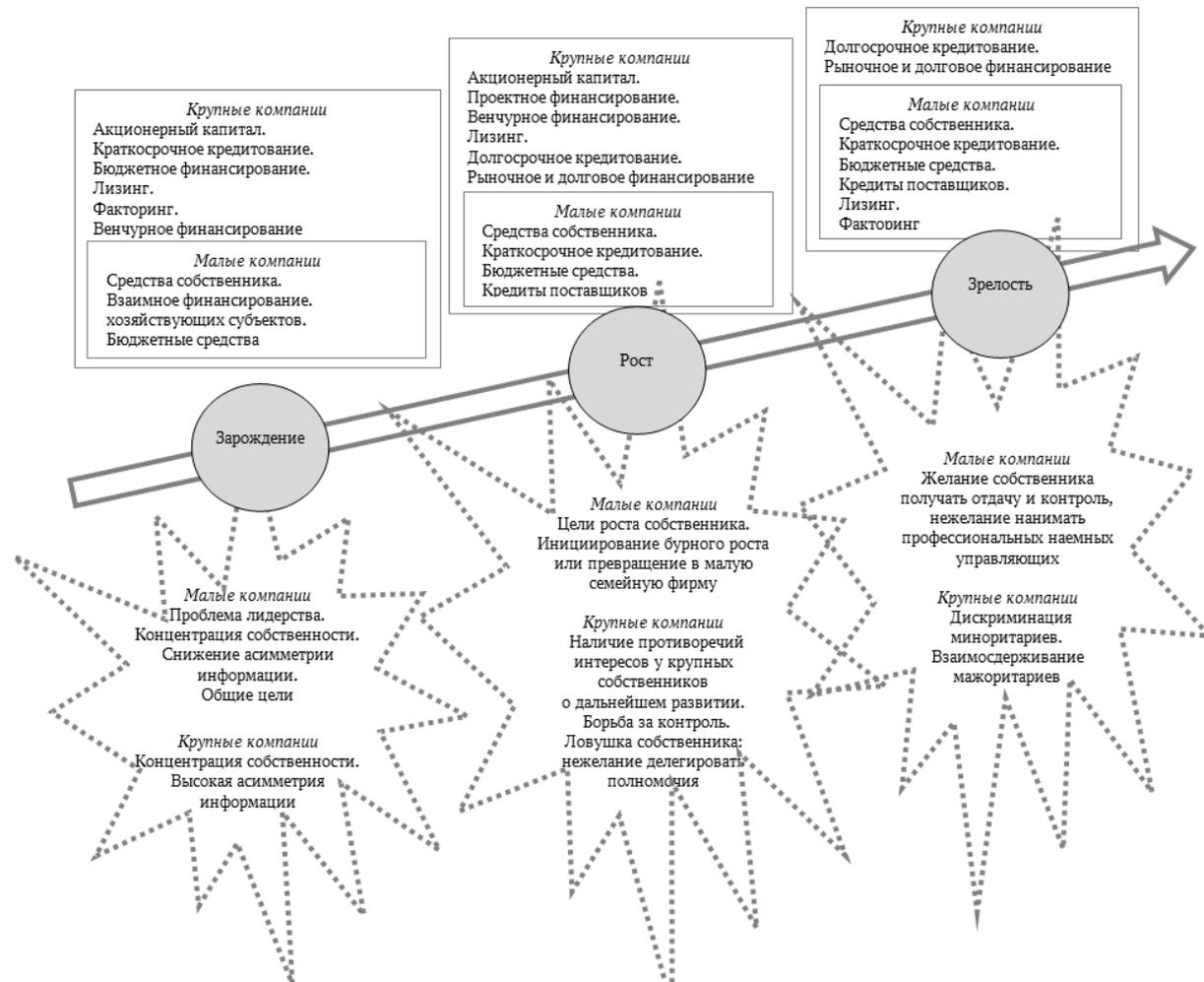
Source: Doing Business 2018. Reforming to Create Jobs. A World Bank Group Flagship Report. URL: doingbusiness.org

Рисунок 3

Проблемы корпоративных отношений для малых и крупных компаний, источники привлечения капитала

Figure 3

Small and large companies: Problems of corporate relations, sources of capital mobilization



Источник: авторская разработка

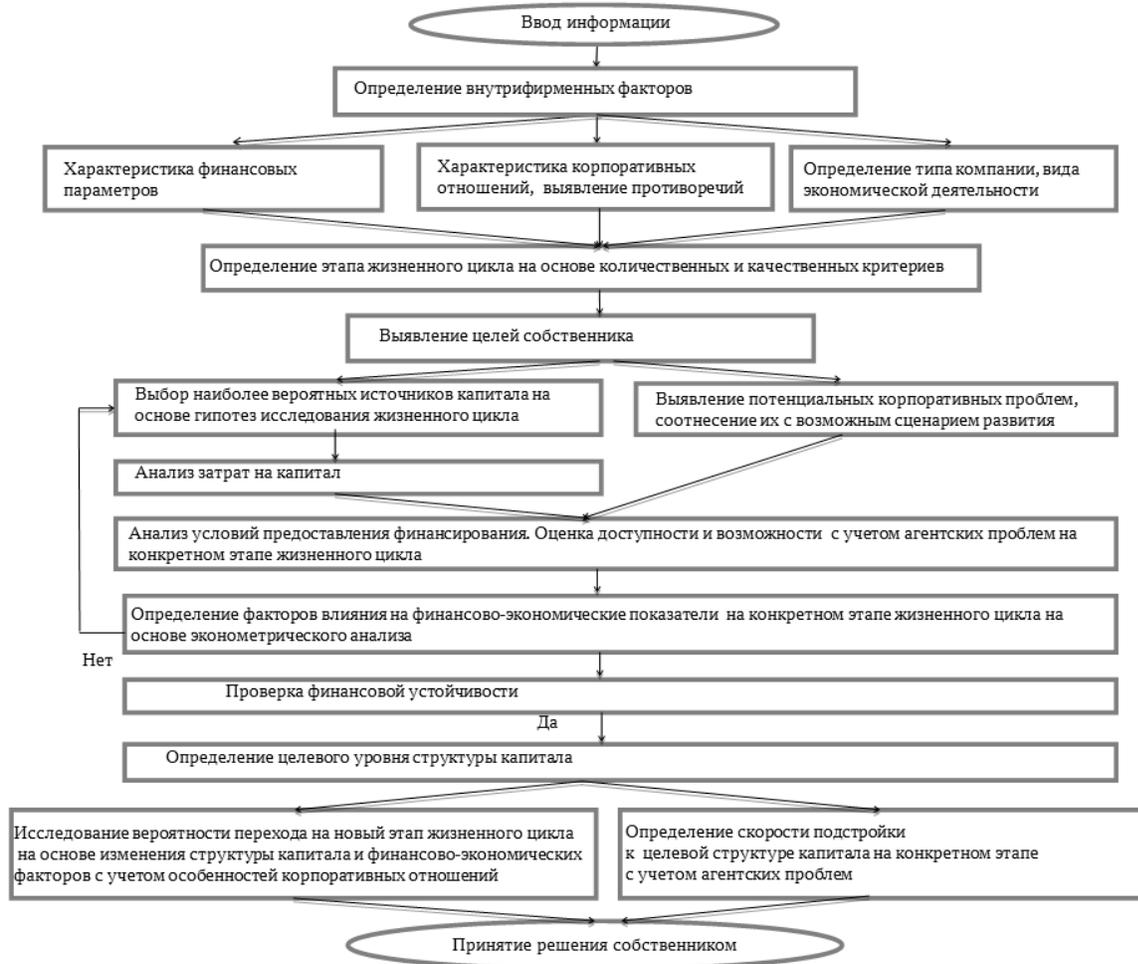
Source: Authoring

Рисунок 4

Систематизированная методика исследования компании с учетом этапов жизненного цикла

Figure 4

Systematized methods to study a company based on its life cycle phases



Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Список литературы

1. Arrow K.J. Rationality of Self and Others in an Economic System. *The Journal of Business*, 1986, vol. 59, iss. 4, part 2, pp. S385–399.
2. Kahneman D., Tversky A. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 1979, vol. 47, iss. 2, pp. 263–291. URL: <https://doi.org/10.2307/1914185>
3. Herbert A. Simon. Barriers and Bounds to Rationality. *Structural Change and Economic Dynamics*, 2000, vol. 11, iss. 1-2, pp. 243–253. URL: [https://doi.org/10.1016/S0954-349X\(99\)00022-3](https://doi.org/10.1016/S0954-349X(99)00022-3)
4. Бахтизин А.Р. Агент-ориентированные модели экономики. М.: Экономика, 2008. 279 с.
5. Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, iss. 4, pp. 305–360.

6. *Ивашковская И.В.* Стейкхолдерский подход к управлению, ориентированному на приращение стоимости компании // *Корпоративные финансы*. 2012. № 1. С. 14–23.
7. *Adizes I.* *Corporate Lifecycles: How and Why Corporations Grow and Die and What to Do About It*. The Adizes Institute, 1990, 384 p.
8. *Adizes I.* *Organizational Passages: Diagnosing and Treating Lifecycle Problems in Organizations*. *Organizational Dynamics*, 1979, vol. 8, iss. 1, pp. 3–25.
URL: [https://doi.org/10.1016/0090-2616\(79\)90001-9](https://doi.org/10.1016/0090-2616(79)90001-9)
9. *Greiner L.E.* *Evolution and Revolution as Organizations Grow*. *Harvard Business Review*, 1972, vol. 50, iss. 4, pp. 37–46.
10. *Адизес И.* *Новые размышления о менеджменте*. М.: Манн, Иванов и Фербер, 2016. 208 с.
11. *Dickinson V.* *Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle*. *The Accounting Review*, *Forthcoming*, 2011, vol. 86, iss. 6, pp. 1969–1994.
Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=755804>
12. *Долгопятова Т.Г.* Эмпирические обследования предприятий: методы и практика // *Экономический журнал Высшей школы экономики*. 2008. Т. 12. № 1. С. 76–106.
13. *Абе Н. и др.* *Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития* / под ред. Т.Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А.А. Яковлева. М.: Юстицинформ, 2009. 540 с.
14. *Любушин Н.П., Бабичева Н.Э.* Концепция жизненного цикла: от качественного описания – к количественной оценке // *Экономический анализ: теория и практика*. 2010. № 23. С. 2–9.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/v/kontseptsiya-zhiznennogo-tsikla-ot-kachestvennogo-opisaniya-k-kolichestvennoy-otsenke>
15. *Черкасова В.А., Смирнова И.Н.* Зависимость инвестиционной активности компании от стадий корпоративного жизненного цикла // *Корпоративные финансы*. 2012. № 2. С. 45–57.
URL: <https://www.hse.ru/pubs/share/direct/document/67294723>
16. *Ованесова Ю.С.* Методы оценки выхода компании на IPO // *Аудит и финансовый анализ*. 2012. № 4. С. 246–250.
17. *Jensen M.* *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. *The American Economic Review*, 1986, vol. 76, iss. 2, pp. 323–329.
Stable URL: <http://www.jstor.org/stable/1818789>
18. *Широкова Г.В.* *Жизненный цикл организации: концепции и российская практика*. СПб.: СПбГУ, 2007. 480 с.
19. *Широкова Г.В., Шаталов А.И., Кнатько Д.М.* Факторы передачи управления наемному менеджеру: опыт стран СНГ и Центральной и Восточной Европы // *Российский журнал менеджмента*. 2009. Т. 7. № 2. С. 31–50.
20. *Любушин Н.П., Черкасова О.В., Яшина Н.Ю.* Анализ экономической деятельности хозяйствующих субъектов различных иерархических уровней с позиции устойчивого развития // *Экономический анализ: теория и практика*. 2014. № 48. С. 2–11.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/v/analiz-ekonomicheskoy-deyatelnosti-hozyaystvuyuschih-subektov-razlichnyh-ierarhicheskikh-urovney-s-pozitsii-ustoychivogo-razvitiya>

21. Любушин Н.П., Бабичева Н.Э., Лылов А.И. Экономический анализ устойчивого развития субъектов хозяйствования в условиях цикличности // *Экономический анализ: теория и практика*. 2018. Т. 17. Вып. 1. С. 4–17. URL: <https://doi.org/10.24891/ea.17.1.4>
22. Arellano M., Bond S. Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *The Review of Economic Studies*, 1991, vol. 58, iss. 2, pp. 277–297. URL: <https://doi.org/10.2307/2297968>
23. Любушин Н.П., Бабичева Н.Э., Галушкина А.И., Козлова Л.В. Анализ методов и моделей оценки финансовой устойчивости организаций // *Экономический анализ: теория и практика*. 2010. № 1. С. 3–11. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/analiz-metodov-i-modeley-otsenki-finansovoy-ustoychivosti-organizatsiy>

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

INVESTIGATING THE SPECIFICS OF CORPORATE RELATIONS, STRATEGIES, LIFE CYCLE PHASES, AND LINKS BETWEEN THEM

Elena V. KRASIL'NIKOVA

Central Economics and Mathematics Institute of Russian Academy of Sciences, Moscow, Russian Federation
Krasilnikova_lena@list.ru
ORCID: not available

Article history:

Received 21 February 2018
Received in revised form
2 March 2018
Accepted 16 March 2018
Available online
27 April 2018

JEL classification: C5, G32,
O12

Keywords: life cycle, phase,
corporate relations

Abstract

Importance Specifics of corporate relations and preferences have a significant impact on strategy implementation. Principles of corporate governance encourage achieving a balance of benefits. The paper assumes that the target of research is not static; it represents a dynamic system characterizing changes in corporate relations, goals and priorities of the company.

Objectives The study aims to explore the dynamics of corporate relations and provide a rationale for changes in corporate strategies.

Methods To study relationships between corporate relations and strategies considering the company size factor, I apply methods of comparison and systematization.

Results The paper underpins a great impact of specific corporate relations and preferences on capital mobilization and dividend payment; characterizes new trends in agency relationship, reduction of malpractice and agency conflicts, improvement of the quality of shareholders' interests protection; empirically proves the links between company life cycle stage and trends in profitability.

Conclusions Specifics of corporate relations govern strategy implementation. Such dependencies are dynamic, they transform through the life cycle curve. The paper reveals significant differences between small and large companies in terms of corporate preferences and choice of sources of capital depending on their life cycle stage.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2018

Please cite this article as: Krasil'nikova E.V. Investigating the Specifics of Corporate Relations, Strategies, Life Cycle Phases, and Links Between Them. *Economic Analysis: Theory and Practice*, 2018, vol. 17, iss. 4, pp. 704–721. <https://doi.org/10.24891/ea.17.4.704>

Acknowledgments

The article was supported by the Russian Foundation for Basic Research, grant No. 15-32-01297a2.

References

1. Arrow K.J. Rationality of Self and Others in an Economic System. *The Journal of Business*, 1986, vol. 59, iss. 4, part 2, pp. S385–399.
2. Kahneman D., Tversky A. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 1979, vol. 47, iss. 2, pp. 263–291. URL: <https://doi.org/10.2307/1914185>
3. Herbert A. Simon. Barriers and Bounds to Rationality. *Structural Change and Economic Dynamics*, 2000, vol. 11, iss. 1-2, pp. 243–253. URL: [https://doi.org/10.1016/S0954-349X\(99\)00022-3](https://doi.org/10.1016/S0954-349X(99)00022-3)
4. Bakhtizin A.R. *Agent-orientirovannye modeli ekonomiki* [Agent-oriented models of the economy]. Moscow, Ekonomika Publ., 2008, 279 p.

5. Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, iss. 4, pp. 305–360.
6. Ivashkovskaya I.V. [Stakeholder approach to management focused on increment of company value]. *Korporativnye finansy*, 2012, no. 1, pp. 14–23. (In Russ.)
URL: http://ecsocman.hse.ru/data/2012/05/22/1272865422/cfj_21_14_23_ivashkovskaya_.pdf
7. Adizes I. Corporate Lifecycles: How and Why Corporations Grow and Die and What to Do About It. The Adizes Institute, 1990, 384 p.
8. Adizes I. Organizational Passages: Diagnosing and Treating Lifecycle Problems in Organizations. *Organizational Dynamics*, 1979, vol. 8, iss. 1, pp. 3–25.
URL: [https://doi.org/10.1016/0090-2616\(79\)90001-9](https://doi.org/10.1016/0090-2616(79)90001-9)
9. Greiner L.E. Evolution and Revolution as Organizations Grow. *Harvard Business Review*, 1972, vol. 50, iss. 4, pp. 37–46.
10. Adizes I. *Novye razmyshleniya o menedzhmente* [Insights on Management]. Moscow, Mann, Ivanov i Ferber Publ., 2016, 208 p.
11. Dickinson V. Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. *The Accounting Review*, Forthcoming, 2011, vol. 86, iss. 6, pp. 1969–1994.
Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=755804>
12. Dolgopyatova T.G. [Firm-level empirical surveys: tools and practice]. *Ekonomicheskii zhurnal Vysshei shkoly ekonomiki = The HSE Economic Journal*, 2008, vol. 12, no. 1, pp. 76–106. (In Russ.)
13. Abe N. et al. *Rossiiskaya korporatsiya: vnutrennyaya organizatsiya, vneshnie vzaimodeistviya, perspektivy razvitiya* [A Russian corporation: Internal organization, external cooperation and development prospects]. Moscow, Yustitsinform Publ., 2009, 540 p.
14. Lyubushin N.P., Babicheva N.E. [The life-cycle concept: From qualitative change description to quantitative assessment]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic Analysis: Theory and Practice*, 2010, no. 23, pp. 2–9.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/v/kontseptsiya-zhiznennogo-tsikla-ot-kachestvennogo-opisaniya-k-kolichestvennoy-otsenke> (In Russ.)
15. Cherkasova V.A., Smirnova I.N. [Dependence of company's investment activity on corporate life cycle phases]. *Korporativnye finansy*, 2012, no. 2, pp. 45–57. (In Russ.)
URL: <https://www.hse.ru/pubs/share/direct/document/67294723>
16. Ovanesova Yu.S. [Methods to assess company's implementing IPO]. *Audit i finansovyi analiz = Audit and Financial Analysis*, 2012, no. 4, pp. 246–250. (In Russ.)
17. Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 1986, vol. 76, iss. 2, pp. 323–329.
Stable URL: <http://www.jstor.org/stable/1818789>
18. Shirokova G.V. *Zhiznennyi tsikl organizatsii: kontseptsii i rossiiskaya praktika* [The life cycle of the organization: Concepts and Russian practice]. St. Petersburg, SPbSU Publ., 2007, 480 p.
19. Shirokova G.V., Shatalov A.I., Knat'ko D.M. [Factors of Succession: From an Entrepreneurship to a Professionally Managed Firm. Experience of CIS Central and East European Countries]. *Rossiiskii zhurnal menedzhmenta = Russian Management Journal*, 2009, vol. 7, no. 2, pp. 31–50. (In Russ.)

20. Lyubushin N.P., Cherkasova O.V., Yashina N.Yu. [Analysis of economic activity of business entities of different hierarchical levels from a position of sustainable development]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic Analysis: Theory and Practice*, 2014, no. 48, pp. 2–11. URL: <https://cyberleninka.ru/article/v/analiz-ekonomicheskoy-deyatelnosti-hozyaystvuyuschih-subektov-razlichnyh-ierarhicheskikh-urovney-s-pozitsii-ustoychivogo-razvitiya> (In Russ.)
21. Lyubushin N.P., Babicheva N.E., Lylov A.I. [Economic analysis of business entities' sustainable development under cyclicity]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic Analysis: Theory and Practice*, 2018, vol. 17, iss. 1, pp. 4–17. URL: <https://doi.org/10.24891/ea.17.1.4> (In Russ.)
22. Arellano M., Bond S. Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *The Review of Economic Studies*, 1991, vol. 58, iss. 2, pp. 277–297. URL: <https://doi.org/10.2307/2297968>
23. Lyubushin N.P., Babicheva N.E., Galushkina A.I., Kozlova L.V. [Analysis of methods and models of evaluation of financial stability of organizations]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic Analysis: Theory and Practice*, 2010, no. 1, pp. 3–11. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/analiz-metodov-i-modeley-otsenki-finansovoy-ustoychivosti-organizatsiy> (In Russ.)

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.