

Пермский филиал федерального государственного автономного
образовательного учреждения высшего образования
«Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»

ЭССЕ
на тему «**Анализ структуры собственности в крупнейших российских
компаниях**»

Абитуриент образовательной программы
магистратуры «Финансовые стратегии и
аналитика»

Пермь, 20 год

Современная история экономической жизни России характеризуется значительными институциональными преобразованиями. На начальной стадии развития российской рыночной экономики в 1990-е гг. актуальным вопросом для бизнеса являлась проблема поиска эффективного собственника и источников финансирования деятельности компании [1]. По мере стабилизации ситуации фирмы начали фокусироваться на выборе модели корпоративного управления для достижения долгосрочных результатов и удовлетворения интересов стейкхолдеров [2]. Однако в настоящее время наблюдается трансформация в управлении структурой капитала, вследствие чего фокус смещается на поиск эффективной структуры собственности для улучшения показателей эффективности [1]. Поэтому основной проблемой, рассмотренной в эссе, является влияние концентрации собственности на финансовые результаты компании за последнее десятилетие (2009–2021 гг.). Позиция автора данного эссе состоит в следующем: концентрированная собственность оказывает негативное влияние на результаты деятельности российских фирм. Подтверждением являются результаты предыдущих научных работ и эмпирического исследования, проведенного автором.

Основополагающей работой по теме структуры собственности и ее влияния на финансовые результаты фирмы является работа американских авторов Берли и Минза [3]. В ней, помимо основ корпоративного права, исследуется проблема взаимодействия менеджеров и акционеров фирмы. Авторы указывают, что сложившаяся в США в 1930-е гг. структура корпоративного права предполагала разделение прав собственности и контроля. Владение акциями крупных компаний стало распыленным (*diffused*): большинство собственников, чья численность может достигать более тысячи человек в одной компании, не заинтересованы текущей деятельностью бизнеса. Данный интерес проявляют наемные руководители и директора, к которым переходит управление делами фирмы. Без должного контроля со стороны собственников за действиями менеджеров может возникнуть агентский конфликт (проблема принципала–агента) [4].

В литературе, посвященной корпоративному управлению, различают 2 модели корпораций: W (*the widely held corporation model*) и B (*the blockholder model*). Первая модель характеризуется распыленным типом собственности, при котором возрастает риск оппортунистических действий со стороны менеджмента. В модели B собственность является концентрированной, то есть компания принадлежит нескольким крупным акционерам, которые имеют возможность формировать совет директоров, назначать и снимать с должностей высший менеджмент [5]. При таком типе возрастает риск оппортунистических действий со стороны крупных владельцев бизнеса, который проявляется в нарушении прав миноритарных акционеров [1].

Как правило, институциональные особенности страны определяют тип собственности, который преобладает в структуре большинства компаний. Для англосаксонских стран характерен распыленный тип, для остальных – концентрированный [5]. Для российских компаний свойственна концентрированная собственность вследствие следующих особенностей институциональной среды [6]:

- слабые правовые институты;

- высокие частные выгоды контроля;
- неразвитые рынки капитала;
- значительное государственное участие в стратегических отраслях экономики.

В литературе нет однозначного мнения насчет влияния концентрации собственности фирмы на ее финансовые результаты. Для выборки 87 крупнейших российских компаний, акции которых торгуются на Московской бирже, за период 2017–2019 гг. была выявлена отрицательная связь между концентрацией собственности и финансовыми результатами [1]. Также отрицательная связь получена между размером пакета мажоритарного акционера и показателями эффективности фирмы для выборки 500 российских промышленных предприятий с 1999 по 2003 гг. [7]. В зарубежной литературе встречаются результаты с положительным эффектом концентрированной собственности на стоимость компании, так как она способна разрешить проблему разделения права собственности и контроля, конфликт между акционерами и менеджерами [8]. Также встречаются выводы, что в условиях слабой правовой защиты оптимальная структура включает более чем одного крупного акционера [9].

Для исследования влияния концентрации собственности на результаты деятельности компании в работе используется база панельных данных, предоставленная Международной Лабораторией нематериальных активов НИУ ВШЭ в Перми. Недостающая информация была собрана автором с сайтов компаний, СПАРК и Московской биржи. Данные представляют информацию по 90 крупнейшим российским компаниям за период с 2009 по 2021 гг. (792 наблюдения после удаления выбросов). Анкудинов и Батаева [1] отмечали, что для своего исследования взяли небольшой временной промежуток (3 года), на котором сложно получить значимые тенденции. Вследствие чего для данной работы был взят 13-летний период. Также изучение более свежих данных российских компаний является актуальным, так как за последние 10 лет в российской экономике произошло множество событий (финансовые кризисы, введение санкций, постепенное огосударствление стратегических отраслей), которые могут повлиять на результаты.

Рассмотрим изменения в размере пакета акций крупнейшего и второго крупнейшего акционеров для выборки. Как видно на рисунке 1, медианное значение доли крупнейшего акционера в собственности компании составляет около 60% и имеет тенденцию к увеличению. Напротив, для второго мажоритарного собственника медианное значение снижается и в 2021 году составило 8%. Результаты показывают, что компании из выборки становятся более концентрированными и сосредотачиваются во владении одного мажоритарного акционера.



Рис. 1. Изменения в долях крупнейших акционеров в течение периода

Проведен регрессионный анализ (метод наименьших квадратов). К независимой переменной относится концентрация собственности (доля акций двух крупнейших акционеров). К зависимым - рентабельность активов (ROA) и коэффициент Тобина (отношение рыночной капитализации к собственному капиталу). В качестве контрольных используются возраст, размер (количество сотрудников), финансовый рычаг компании. Возраст и размер используются в логарифмической форме с целью приближения распределения переменных к нормальному.

Построены 2 модели (регрессионные уравнения), которые отличаются зависимой переменной. Учитываются фиксированные эффекты компаний и эффекты года. В уравнение, где зависимой переменной является коэффициент Тобина, также входит ROA в качестве контрольной. Результаты оценивания уравнений представлены в таблице 1.

Таблица 1

Оценки регрессионных моделей

Переменная	Модель 1 зависимая переменная ROA	Модель 2 зависимая переменная коэффициент Тобина
Концентрация собственности	-0,032* (0,0475)	-0,6419*** (0,3728)
Логарифм возраста	0,0691** (0,0279)	-0,0471*** (0,0963)
Логарифм размера	0,059*** (0,0632)	0,301*** (0,0974)
Финансовый рычаг	-0,0374*** (0,0295)	-0,3607*** (0,0782)
ROA	—	1,3856*** (0,3206)

_cons	-0,5821*** (0,3964)	-3,9052*** (0,5862)
Количество наблюдений	792	792
R2-within	0,0748	0,1174
F	7,58***	9,49***

Примечание: *p-value<0,1; **p-value<0,05; ***p-value<0,01

Для первого уравнения коэффициент перед концентрацией собственности значим на 10% уровне и имеет отрицательный знак. Для второго он так же значим с отрицательным знаком. При прочих равных условиях увеличение концентрации собственности приводит к снижению рентабельности активов, а также к снижению коэффициента Тобина.

Таким образом, была выявлена негативная зависимость между концентрацией собственности и результатами деятельности компании (бухгалтерские и рыночные показатели), что согласуется с результатами предыдущих работ, посвященных изучению российского бизнеса, и подтверждает авторское мнение. Можно сделать вывод, что компании с более высоким уровнем концентрации владения неэффективно управляют активами, а их рыночная привлекательность снижается. Рынок положительно реагирует на компании с распыленной структурой собственности, что, возможно, связано с более высокой ликвидностью акций.

Структура собственности является важным фактором в российских компаниях, который влияет на показатели эффективности. Для повышения стоимости компании и улучшения ее операционных показателей необходимо определить оптимальную структуру собственности и сформировать более эффективную модель корпоративного управления: увеличение числа в органах управления фирмы независимых директоров, устойчивая дивидендная политика, ответственное отношение к значимым группам стейкхолдеров.

Список литературы

1. Анкудинов А. Б., Батаева Б. С. Структура собственности и рыночная стоимость: эмпирический анализ российских публичных компаний // *Управленец*. – 2021. – Т. 12, № 2. – С. 35–45.
2. Франк Е. В. Решение агентской проблемы в российских корпорациях // *Экономика, предпринимательство и право*. – 2011. – Т. 7, № 7. – С. 29–36.
3. Berle A., Means G. *The Modern Corporation and Private Property* // New York, The Macmillan Company. – 1933.
4. Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure // *Journal of Financial Economics*. – 1976. – Vol. 3, № 4. – P. 305–360.
5. Капелюшников Р. И. Концентрация собственности в системе корпоративного управления: эволюция представлений // *Российский журнал менеджмента*. – 2006. – Т. 4, № 1. – С. 3–28.
6. Enikolopov R., Stepanov S. Corporate Governance in Russia. // *The Oxford Handbook of the Russian Economy*. – 2013. – P. 242–220.
7. Kuznetsov A., Kapelyushnikov R., Dyomina N. Performance of closely held firms in Russia: Evidence from firm-level data // *European Journal of Finance*. – 2008. – Vol. 14, № 4. – P. 337–358.
8. Fama E. F., Jensen M. C. Agency Problems and Residual Claims // *The Journal of Law and Economics*. – 1983. – Vol. 26, № 2. – P. 327–349.
9. Dyck A. Ownership Structure, Legal Protections and Corporate Governance. // World bank, working paper. – 2000.