

Экономика и финансы

УДК 336.647: 658.14/17

ББК 65.291.9

JEL: G30, G32, G34

*ТИМОХИНА Анастасия Викторовна*¹

¹ Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Ленинградский проспект, 49, Москва, 125993, Россия.

¹ ПАО «ГМК «Норильский Никель», 1 – й Красногвардейский проезд, д 15, Москва, 123100, Россия.

<https://orcid.org/0000-0003-2178-2163>

¹ Тимохина Анастасия Викторовна, главный менеджер Департамента бухгалтерского, налогового учета и финансовой отчетности ПАО «ГМК «Норильский Никель», аспирант¹ Департамента корпоративных финансов и корпоративного управления Финансового университета
E – mail: Nastim1313@gmail.com

**ФАКТОРЫ ВЛИЯНИЯ СТРУКТУРЫ И КОНЦЕНТРАЦИИ
СОБСТВЕННОСТИ НА РЫНОЧНУЮ СТОИМОСТЬ КОМПАНИЙ**

Аннотация

Предмет/тема. Факторы влияния структуры и концентрации собственности на рыночную стоимость компании.

Цели/задачи. Цель исследования – выявить детерминант структуры и концентрации собственности, влияющие на рыночную стоимость компаний, и сформулировать исследовательские гипотезы для проведения дальнейшего эмпирического анализа. Для достижения поставленной цели были сформулированы следующие задачи: выявление детерминант структуры и концентрации собственности и обоснование характера их влияния на рыночную капитализацию компании; формулировка возможных гипотез для проведения дальнейшего эконометрического исследования на основе анализа исторического научного опыта и выделение одной общей гипотезы исследования.

Методология. В работе проводится исследование данных путем системного подхода. Используются аналитические инструменты, теоретический анализ и обобщение, а также применяются методы экономического анализа, синтеза, группировки.

Результаты/выводы. В результате исследования были выявлены детерминанты структуры и концентрации собственности, имеющие влияние на рыночную капитализацию компании и как следствие на ее стоимость. Характер влияния неоднозначен и зависит многих факторов. Среди таких факторов можно отметить отраслевую принадлежность компании и принадлежность акционера к определенному типу собственника. Характер влияния может быть определен путем построения регрессионной модели.

¹ Специальность 08.00.10 Финансы, денежное обращение и кредит (экономические науки)

Ключевые слова: акционерный капитал, детерминанты акционерного капитала, структура собственности, концентрация собственности, стоимость компании, рыночная капитализация

Economy and finance

¹ **Anastasia V. Timokhina**, Chief Manager of the Department of Accounting, Tax Accounting and Financial Reporting at Norilsk Nickel; Moscow, Russia.

¹ Postgraduate student of the Financial University under the Government of the Russian Federation, Department of corporate finance and corporate governance, Moscow, Russia. Nastim1313@gmail.com

THE OWNERSHIP STRUCTURE AND CONCENTRATION FACTORS INFLUENCING ON THE RUSSIAN COMPANY'S MARKET VALUE

Abstract

Subject/topic The ownership structure and concentration factors influencing on the Russian company's market value

Goals / objectives The aim of the study is to identify the ownership structure and concentration determinants that affect the company's market value, and to formulate research hypotheses to conduct further empirical analysis. To achieve this goal, the following tasks were formulated: to identify the determinants of the ownership structure and concentration that affect the company's value; to describe the nature of the influence of the identified ownership structure and concentration determinants on the company's market value; to formulate possible hypotheses for further econometric research based on the analysis of historical scientific experience and one general hypothesis.

Methodology The study of data is carried out using a systematic approach. Analytical tools, theoretical analysis and generalization are used, as well as methods of economic analysis, synthesis, grouping.

Results / Conclusions In conclusion it should be stated that the main ownership structure and concentration factors were identified and their influence on the company's market value was substantiated. The research hypotheses are formulated and substantiated for further research. The nature of the influence can be determined by a construction of a regression model.

Keywords: *share capital, ownership structure, share capital determinants, ownership concentration, market capitalization*

Введение. Проблемы концентрации собственности, формирования оптимальной структуры собственности являются актуальными и на сегодняшний день. Концентрация такого главного компонента функционирования компании, как акционерного капитала, может привести к различным как операционным, так и финансовым результатам не только положительным, но и отрицательным. Процесс формирования структуры собственности непрозрачен и может быть использован в качестве инструмента роста рыночной капитализации компании, что в свою очередь может привести к повышению ее инвестиционной привлекательности. Также данный инструмент может послужить стимулом для формирования оптимальной структуры собственности, дабы избежать сильного перекрестного владения внутри группы.

Основная часть. На текущий момент авторы проведенных исследований относительно взаимосвязи концентрации собственности и рыночной стоимости компаний разделились на два лагеря:

1-й лагерь: выявил существенную взаимосвязь между этими двумя компонентами [2, с. 450]; 2-й лагерь: отвергает наличие существенной взаимосвязи [1, с. 210].

К первому лагерю можно отнести следующих исследователей: McConnell and Servaes, Kraswell, Thomsen и Pedersen, Welch. Данными учеными был выявлен немонотонный характер зависимости между детерминантной структурой собственности и уровнем эффективности компаний. Однако вопрос эндогенности структуры собственности является ключевым аспектом согласованности структуры собственности с результатами деятельности компаний. Впервые, необходимость учета эндогенного характера структуры собственности была продемонстрирована в работах таких ученых, как Демсетц и Вильялонг, Уэлч Чо, Химмельберг, Хельдернесс и др. Данный вопрос, касательно учета эндогенного характера структуры собственности и выявления характера влияния данного показателя на финансовые результаты, был интересен и подвергнут анализу со стороны и российских ученых. Так, например, российскими учеными Кузнецовым П.В. и Муравьев А.А. был изучен процесс влияния концентрации собственности на степень эффективности компаний, а также наличия различных групп собственников в структуре капитала и их влияния на корпоративное управление в компании.

В результате проведенных исследований авторам удалось выявить взаимосвязь между показателями рентабельности компании и концентрацией собственности. Данная взаимосвязь была продемонстрирована построением U – образной кривой, минимальное значение которой достигается при 56% концентрации. В случае увеличения концентрации собственности в руках одной группы собственников, рыночная капитализация компании падает, при этом снижение происходит достаточно медленно [3, с. 487]. Долгопятова, проведя опрос руководителей крупнейших отечественных акционерных обществ, пришла к выводу, что характерной чертой большей части отечественных компаний является наличие высокого уровня концентрации собственности, что подтверждает факт наличия взаимосвязи между структурой собственности и действиями корпоративного контроля [4, с.3].

На основе проведенного анализа результатов исследований отечественных и зарубежных ученых, были структурированы полученные знания и выделены основные компоненты структуры и концентрации собственности, которые могут влиять на рыночную стоимость компаний, но характер влияния неоднозначен и зависит от множества сопутствующих факторов. Далее будут сформулированы возможные гипотезы для

проведения дальнейшего эконометрического исследования на основе анализа исторического научного опыта.

1. Менеджмент компании

На основе проведенного исследования учеными Морком, Шлейфером и Вишни была выявлена связь между результатами деятельности компании и структурой собственности. Немонотонный характер зависимости интерпретировался как наличие в компании признака конвергенции интересов управленцев и собственников. Сформулируем первую гипотезу исследования.

Гипотеза 1: когда доля инсайдеров в структуре капитала достигает целевого уровня и ниже, цена акций падает, что, в свою очередь, приводит к снижению рыночной капитализации компании (вне зависимости от отраслевой принадлежности)

2. Государственное участие

Участие государства в деятельности компании накладывает след на результаты ее деятельности. Однако эффект участия государства неоднозначен и зависит от степени развитости того или иного государства. Исторически сложилось, что наличие пакета акций в руках государства или компании с государственным участием символизирует «стабильность», «инвестиционную привлекательность», «высокий уровень корпоративного управления». Это обуславливается тем, что участие государственных структур в деятельности компании способствует улучшению корпоративной культуры компании и повышению уровня корпоративного управления, что, как следствие, приводит к высоким финансовым показателям компании. При наличии контрольного пакета акций в руках государства, именно оно принимает участие в определении стратегий развития, направления инвестирования, приобретения активов. Российский рынок капитала характеризуется наличием специфической черты, а именно присвоение государству доминирующей роли в качестве крупнейшего акционера российских компаний. Владение может подразумеваться как прямое, так и косвенное, посредством зависимых организаций, предприятий. Факт нахождения в структуре собственности компании такого акционера, как «государство» может спровоцировать рост стоимости акций.

Гипотеза 2: Присутствие государства в структуре собственности компании оказывает влияние на ее деятельность, а именно на рыночную капитализацию (в зависимости от отраслевой принадлежности)

3. Институциональные инвесторы

Ранее ученые не придавали особого значения вопросу идентификации типа собственника при проведении анализа влияния структуры собственности на стоимость компании. Среди первых ученых, которые обратили на этого внимание оказались Томсен и Педерсен. Чаганти и Даманпур также провели исследование с выборкой компаний,

крупнейшими акционерами которых являлись институциональные инвесторы и пытались выявить зависимость между присутствием данного типа собственника и результатами деятельности компании. Авторы пришли к выводу, что процесс идентификации типов собственников может подействовать в интерпретации результатов деятельности компаний.

***Гипотеза 3:** В случае роста доли присутствия институциональных инвесторов в структуре собственности компании, рыночная капитализация падает (в зависимости от отраслевой принадлежности).*

4. Совет Директоров

Ключевым элементом функционирования каждой компании является Совет Директоров, его состав, структура, который принимает участие в выполнении важнейших функций, в том числе определение стратегии развития компании, ее миссии, приоритетных направлений долгосрочного развития и т. д. [5, с.92]. Огромное количество исследований было посвящено выявлению эффекта влияния структуры Совета Директоров на показатели эффективности деятельности компании. Некоторые авторы пришли к выводу о наличии прямой статистической связи. Так, например, автор исследования Муравьев (2014), проанализировав российский рынок, выявил положительную взаимосвязь между размером и структурой Совета Директоров и результатами деятельности компании. В качестве результатов деятельности компании были представлены показателями корпоративной финансовой отчетности. Также были выявлены следующие эффекты влияния присутствия менеджмента в структуре собственности на финансово – экономические показатели компании [6, с.56]:

1. «Характер влияния доли присутствия членов Совета Директоров в структуре собственности на рыночную капитализацию компании может меняться в зависимости от отраслевой принадлежности компании»;

2. «Взаимосвязь цены акции и долей акций, принадлежащей членам совета директоров, неочевидна. Природа этой связи неоднозначна»;

В совокупности с учетом этих фактов также есть основания для выдвижения следующих гипотез:

***Гипотеза 4:** Наличие отрицательной взаимосвязи между рыночной капитализацией компании и долей акций, которая принадлежит председателю Совета Директоров (в зависимости от отраслевой принадлежности компании)*

***Гипотеза 5:** Наличие положительной взаимосвязи между рыночной капитализацией компании и долей акции, принадлежащей исполнительному директору (вне зависимости от отраслевой принадлежности компании)*

5. Концентрация собственности

В вопросе концентрации многие авторы разделились на два лагеря. Одни авторы считают наличие концентрированной собственности положительным фактором развития, иные же наоборот отрицательным

фактором. Такие ученые как Мок, Шлейфер, Вишни пришли к выводу о том, что концентрация собственности в одних руках стимулирует рост финансово – экономических показателей. Это объясняется тем, что один или несколько собственников более сконцентрированы и нацелены на максимизацию стоимости компании и порой могут контролировать действия менеджмента компании, чьи действия могут быть направлены на извлечение личных выгод (агентский конфликт). Другие же авторы пришли к выводу о том, что, сконцентрировав собственность в одних руках, могут быть ущемлены права миноритариев. Среди ученых, которые придерживались такой точки зрения, можно отметить Зингалеса и Раджана.

На основе проведенного анализа имеющихся исследований будут сформулированы гипотезы относительно концентрации собственности и ее влияния на рыночную капитализацию компании

***Гипотеза 6:** Контрольный пакет акций и рыночная капитализация имеют обратную зависимость.*

***Гипотеза 7:** Блокирующий пакет акций и изменение рыночной капитализации за год имеют обратную связь.*

***Гипотеза 8:** Количество акций, которыми владеют ТОП – 10 акционеров, положительно связано с рыночной капитализацией компании.*

Подводя итог, можно сформулировать одну основную гипотезу исследования. Влияние структуры и концентрации собственности на рыночную капитализацию российских компаний имеет разнонаправленный характер, что зависит от типа собственника, которому принадлежит доля акций и от отраслевой принадлежности компании. Конечно, количество факторов, которые влияют на рыночную капитализацию компании огромное количество, но структуру собственности необходимо выделить в качестве одного из главных факторов, имеющих влияние на данный показатель. Поэтому понимание процесса формирования структуры собственности с целью достижения высоких результатов просто необходимо как для высших руководителей, управленцев, так и для собственников компании.

Выводы. В заключение хотелось бы отметить несколько ключевых моментов. Во – первых, эффективное управление капитализацией компании во многом зависит от нескольких факторов, в том числе от миссии, стратегии менеджмента и т. д. Во – вторых, исходя из того, что рыночная капитализация определяется на ежедневной основе в результате биржевых торгов, очень сложно выявить конкретные факторы, влияющие и формирующие исключительно рыночную капитализацию. В – третьих, приоритетное вопрос каждой компании является повышение ее рыночной стоимости и капитализации. Цель данного роста очевидна – увеличение дополнительных денежных потоков. Чем выше уровень рыночной капитализации компании, тем выше инвестиционное доверие и

привлекательность, тем больше источников и перспектив финансирования на открытом рынке.

Список источников:

1. Демсец, Вильялонга (2001) – Демсец Х., Вильялонга Б. Структура собственности и корпоративные результаты // Журнал корпоративных финансов. – 2001. – Т.7. – С. 209 – 233.
2. Монсен, Чиу, Кули (1968) – Монсен Дж., Чиу Дж., Кули Д. Влияние разделения собственности и контроля на результативность крупной фирмы // Ежеквартальный экономический журнал. – 1968. – Т. 82 (3). – С. 435 – 451.
3. Кузнецов, Муравьев (2000) – Кузнецов П.В., Муравьев А.А. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России // Экономический журнал ВШЭ. – 2000. – № 4 (4). – С.475 – 504.
4. Долгопятова (2004) – Долгопятова Т.Г. Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов // Российский журнал менеджмента. – 2004. – Т. 2. – № 2.
5. Муниси, Рэндой (2013) – Муниси Г., Рэндой Т. Корпоративное управление и результаты деятельности компаний в странах Африки к югу от Сахары // Журнал экономики и бизнеса. – 2013. – №70 (ноябрь – декабрь). – С. 92 – 110.
6. Лиханова (2015) – Лиханова З.К. Повышение качества оценки рыночной стоимости бизнеса сравнительным подходом // Финансы и кредит. – 2015. – №13(301). – с.56

References:

- Demsetz, Villalonga (2001) – *Demsetz H., Villalonga B. Ownership Structure and Corporate Performance [Struktura sobstvennosti i korporativnyie rezultaty]* // Journal of Corporate Finance [Zhurnal korporativnyih finansov]. – 2001. – Vol.7. – P. 209 – 233. [In English]
- Monsen, Chiu, Cooley (1968) – *Monsen J., Chiu J., Cooley D. The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm [Vliyanie razdeleniya sobstvennosti i kontrolya na rezultativnost krupnoy firmy]* // Quarterly Journal of Economics [Ezhekvartalnyi ekonomicheskii zhurnal]. – 1968. – Vol. 82(3). – P. 435 – 451. [In English]
- Kuznetsov, Muravev (2000) – *Kuznetsov P.V., Muravev A.A. Capital Structure and and Corporate Performance [Struktura aktsionernogo kapitala i rezultaty deyatelnosti firm v Rossii]* // Economic Journal of HSE [Ekonomicheskii zhurnal HSE]. – 2000. – # 4 (4) – P.475 – 504 [In Russian]
- Dolgopyatova (2004) – *Dolgopyatova T.G. Property and corporate control in Russian companies under conditions of intensified integration processes [Sobstvennost i korporativnyi kontrol v rossiyskikh kompaniyah v usloviyah aktivizatsii integratsionnyih protsessov]* // Russian Management Journal [Rossiyskii zhurnal menedzhmenta]. – 2004. – Т. 2. – No 2 [In Russian]
- Munisi, Randoy (2013) – *Munisi G., Randoy T. Corporate governance and company performance across sub – Saharan African countries [Korporativnoe upravlenie i rezultaty deyatelnosti kompaniy v stranah Afriki k yugu ot Saharyi]* // Journal of Economics and Business [Zhurnal ekonomiki i biznesa]. – 2013. – #70 (Nov. – Dec.) – P. 92 – 110. [In English]

Likhanova (2015) – *Likhanova Z.K. Improving the quality of assessing the market value of a business using a comparative approach* [Povyishenie kachestva otsenki ryinochnoy stoimosti biznesa sravnitelnyim podhodom] // Finance and Credit [Finansyi i kredit]. – 2015. – No 13 (301) – p.56 [In Russian]