

Е. В. Краси льни ко ва (Москва, МГУ). **Методы оценки связи структуры собственности и результативности компании: модели и показатели.**

Количественные методы измерения взаимосвязи структуры собственности и основных характеристик финансово-экономического состояния компании направлены на получение научно обоснованных оценок влияния структуры собственности на результаты деятельности и перспективы развития компании. Различные типы собственников-акционеров ориентированы на достижение различных целей, что определяет траекторию поведения и результаты деятельности компании. Методы регрессионного анализа позволяют выделить типы собственников, соответствующие лучшим финансовым результатам, для оценки которых используются показатели отношения выгоды, отдачи и затрат. Рентабельность активов оценивается как отношение амортизации и прибыли до налогообложения и после выплаты процентов к балансовой стоимости активов; рентабельность акционерного капитала — как отношение той же величины к балансовой стоимости акционерного капитала. Общая рентабельность оценивается как отношение балансовой прибыли к выручке от реализации, производительность труда — как отношение объема реализации за вычетом налогов и акцизов к среднесписочной численности работников. Показатель Q -Тобина, характеризующий стоимость компании, рассчитывается как отношение рыночной капитализации компании и балансовой стоимости заемного капитала к балансовой стоимости активов. В целях комплексного анализа также исследуются такие индикаторы финансово-экономического состояния компании, как динамика курсовой стоимости акций, отношение прибыли к основным фондам, прибыли к выручке, выручки к основным фондам. В качестве независимых переменных рассматривается доля крупных держателей акций, оцениваемая с помощью индекса Герфиндаля $H = \sum_{i=1}^N P_i^2$, где P_i — доля того или иного типа собственника (акций, в %) в общем числе голосующих акций: государства, иностранных и отечественных акционеров, инсайдеров. Для каждой отрасли и типа акционеров в таких моделях используются также фиктивные переменные. Зависимость описывается моделью $A = c_0 + \sum_{i=1}^N c_i x_i + \varepsilon$, где A — индикатор финансово-экономических результатов деятельности компании; x_i — независимые показатели. На основе модели в работе [1] выявлена U -образная зависимость инсайдерской собственности и Q -Тобина; не обнаружена связь с производительностью; определено, что рост доли государственной собственности приводит к ухудшению финансовых показателей. На основе другой модели воздействия собственности на состояние компании [2]:

$$\begin{aligned} \text{LogYit} = & \beta_0 * \text{LogLit} + \beta_1 * \text{LogKit} + \sum_n \beta_n * \text{OWNERSHIPit} \\ & + \sum_n \beta_m * \text{MARKETit} + \sum_k \beta_k * \text{FIRM_CONTROLS}_i + v_i \end{aligned}$$

получены оценки и выявлены: положительные связи выручки, стоимости выпуска и доли частных акционеров; Q -Тобина, производительности и доли иностранных акционеров; U -образная зависимость Q -Тобина и рентабельности от концентрации собственности. Для оценки влияния структуры собственности в [3] используется модель вида

$$\text{EFFICIENCY} = c_0 + c_1 \text{BRD}_0 + c_2 \text{BRD}_{10} + c_3 \text{BRD}_{\text{over}25} + \varepsilon,$$

где BRD — доли менеджеров в акционерном капитале для соответствующего интервала их распределения. На основе современных эмпирических данных российских компаний автором определена значимая модель влияния структуры собственности вида

$$\text{Log}(r) = c + c_1 s + c_2 \text{priv} + c_3 \log(\text{inst}) + c_4 \log(m) + c_5 \text{comp} + c_6 \text{size} + u.$$

Результаты регрессионного анализа показали, что рост менеджерской собственности (m) приводит к существенному повышению рентабельности акционерного капитала (r); рост доли государственной собственности (s) понижает этот показатель.

Работа выполнена при финансовой поддержке РГНФ, проект № 08-02-00126а.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. *Кузнецов П., Муравьев А.* Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России. — Экономический журнал ВШЭ, 2000, т. 4, № 4.
2. *Капелюшников Р., Демина Н.* Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий. — Вопросы экономики, 2005, № 2.
3. *Степанова А. Н.* Корпоративное управление и корпоративные результаты: эмпирические доказательства на опыте стран с растущим рынком капитала. — Электронный журнал «Корпоративные Финансы», 2007, в. 4.