

Е. В. Краси льни ко ва (Москва, МГУ). **Исследование влияния структуры собственности на эффективность деятельности фирмы.**

Актуальность исследования усиливается при моделировании стратегии перехода к инновационной экономике тем, что значимость влияния структуры собственности организаций определяется различием их деловой и, в особенности, инновационной активности. Для построения комплекса моделей выбора стратегии инноваций [6], в которых форма и структура собственности объекта рассматриваются в совокупности рамочных условий его функционирования, важно исследовать влияние этих факторов как на интенсивность инноваций, так и на результативность предпринимательской деятельности в целом. В 1930-е гг. появились первые работы по проблеме взаимодействия агента — принципала, собственника и управляющего, выдвинуты различные гипотезы о воздействии типа собственника на деятельность корпорации: инсайдеров и аутсайдеров, иностранных и отечественных акционеров, а также — о влиянии концентрации собственности. Для анализа используются математические методы моделирования и дескриптивные модели.

В работе [8] сделан вывод о воздействии структуры акционерного капитала на стоимость фирмы, которая не привлекает заемный капитал. Контроль в корпорации и эффективен до тех пор, пока не превысит выгоды от снижения злоупотреблений менеджеров. Стоимость корпорации при наличии корпоративного контроля выше, чем при его отсутствии. С ростом доли менеджеров в структуре акционерного капитала, управляющие меньше используют ресурсы корпорации в личных целях. С другой стороны, увеличение их доли способствует уменьшению вероятности недружественного поглощения. Проблему агентских издержек и влияния структуры акционерного капитала впервые затронули А. Берль и Г. Минз [9], они показали, что децентрализация собственности (отделение собственности от контроля) снижает эффективность деятельности корпорации, приводит к злоупотреблению менеджеров, чьи интересы в максимизации прибыли не соответствуют интересам собственников-акционеров. Ряд исследователей отмечают отсутствие существенной связи между типом собственника, деятельностью фирмы и ее стоимостью, другие, напротив, делают вывод, что различная концентрация менеджерской собственности по-разному влияет на стоимость компании [10]. Ю. Фама и М. Дженсен [11] определили, что источник агентских проблем — отделение собственности от контроля, т. е. выделение акционера-собственника и менеджера-управляющего, имеющих разные цели, что получило название проблемы агента-принципала. Работники корпораций как собственники способны более эффективно следить за деятельностью и осуществлять мониторинг, хотя преследование различных целей может приводить к неоправданно высоким издержкам. В работе [12] изучено влияние структуры акционерного капитала (концентрации) на показатели эффективности. Результаты анализа не обнаружили взаимосвязи концентрации собственности и прибыльности компаний. Для оценки влияния рассматривают различные показатели, отражающие деятельность компании: рентабельность, производительность труда, увеличение объема продаж. Обосновано, что рост концентрации собственности увеличивает рыночную стоимость фирмы, а также рентабельность продаж и производительности труда [13]; собственность инсайдеров, как менеджеров, так и работников российских предприятий благоприятно влияет на производительность труда [14]. Другие исследователи эмпирически доказали низкую эффективность преобладания инсайдерской собственности [15]; ряд авторов делает вывод, что фирмы с преобладанием доли аутсайдеров в структуре акционерного капитала не более эффективны, чем инсайдерские, и характеризуются меньшим средним ростом. В работе [16] изучено влияние структуры собственности и типа собственника — инсайдеров, аутсайдеров и институциональных инвесторов — на стоимость фирмы, оцененную на основе показателя Q Тобина, который рассчитывался как отношение рыночной капитализации компании к балансовой стоимости ее акционерного капитала. Результаты регрессионного анализа показали, что до-

ля институциональных инвесторов прямолинейно связана с Q Тобина. Выявлена U -образная зависимость инсайдерской собственности и стоимости фирмы. Внешние собственники более тщательно осуществляют мониторинг и более заинтересованы в улучшении финансовых показателей [13], в особенности, иностранные аутсайдеры, осуществляющие больший корпоративный контроль и положительно влияющие на результаты деятельности фирм. Между долей отечественных аутсайдеров и деятельностью корпорации наблюдается отрицательная связь. Фирмы с доминантой государственной собственностью в большинстве случаев оказываются неэффективными. Авторы приходят к различным выводам о влиянии концентрации и структуры собственности, это связано с применением данных, преимущественно, европейских и американских компаний с более совершенным корпоративным законодательством; российские исследователи используют данные периода приватизации. В ряде работ эмпирически доказано, что приватизация способствовала повышению эффективности компаний [17]. Другие авторы полагают, что приватизация ухудшила деятельность фирм, т. к. ориентирована на инсайдеров, работников предприятий. Результаты исследования воздействия типа собственника на деятельность российских компаний выявили: наиболее эффективны предприятия с муниципальной собственностью, далее — со смешанной, затем — с государственной собственностью [17]. С ростом доли менеджеров в акционерном капитале свыше 25% интересы управляющих и остальных акционеров соединяются. Такой эффект получил название «конвергенция интересов» [8]. Если доля собственности менеджмента — от 10% до 25% акционерного капитала, появляется эффект «окапываемости» [10]. Выявлена обратная U -зависимость между концентрацией доли собственности и эффективностью деятельности фирмы: высокая концентрация негативно влияет на финансовые показатели. Доминирование государства и внешних нефинансовых собственников ухудшает деятельность фирмы. В работе [1] показано, что результаты регрессионного анализа не подтверждают гипотезу о сильном и однозначном воздействии концентрации собственности на эффективность деятельности фирмы; также не значимо влияние на производительность труда корпорации. Авторы полагают, что повышение концентрации не разрешает агентские конфликты, а усиливает ущемление интересов мелких акционеров, т. е. выгоды от увеличения концентрации меньше, чем издержки.

В исследовании, выполненном в ГУ–ВШЭ на основе регрессионной модели, сделана оценка воздействия институциональной, менеджерской собственности и концентрации на корпоративную эффективность [2]. В модели использован показатель доли собственности стратегических акционеров (участвующих в управлении компанией) и включены факторы: доля государства и менеджеров в акционерном капитале, размер корпорации, тип экономики страны (развивающийся, развитый, Россия). Результаты исследования опровергают гипотезу о наличии взаимосвязи структуры капитала корпорации и структуры собственности. Регрессионная модель выявила положительную связь доли стратегических акционеров и показателей эффективности. Государственный тип собственности ухудшает результаты деятельности. Не обнаружено влияние институциональной собственности на Q Тобина. Авторы выдвинули следующие гипотезы: предприятия с высокой долей менеджеров в структуре акционерного капитала и с меньшей долей, принадлежащей работникам, демонстрируют более высокие показатели эффективности: чем меньше доля государства, чем выше уровень концентрации собственности, чем раньше проведена приватизация, тем эффективнее деятельность предприятий. Причем позитивное воздействие приватизационных процессов очевидно лишь при заметном повышении доли аутсайдеров в структуре акционерного капитала компании, оно усиливается с ростом доли иностранных инвесторов. Большинство исследователей приходит к выводу, что доминирование работников в структуре акционерного капитала снижает эффективность корпорации и ухудшает финансовое состояние, иностранный тип собственника положительно влияет на результативность деятельности фирмы.

Таким образом, оценки влияния структуры собственности неоднозначны. Различие происходит из-за использования разных методов, показателей, информации. В трансформационной экономике акционерная форма собственности приобретает существенное значение за счет расширения привлечения инвестиций, введения новых технологий, повышения эффективности производства. Вместе с этим, результаты приватизации опровергают надежды на формирование акционерной собственности, способствующей росту научно-технического потенциала компаний и стратегии их развития. Они стимулируют корпоративное поведение, ориентированное на максимизацию текущей прибыли, но не на долгосрочные перспективы деятельности компании, что ограничивает возможность прогрессивного развития. В настоящее время в динамике акционерной собственности наблюдаются следующие тенденции: преобладание внешних собственников, увеличение концентрации собственности, становление корпоративной собственности, которая способствует росту потенциала и повышению конкурентоспособности корпораций. Несмотря на это, остаются тенденции ущемления интересов акционеров, невысокая инвестиционная и инновационная активность, ограниченность финансовых отношений, недостаточность доверия к российским корпорациям. Сокращается доля акционерного капитала у работников, при этом увеличивается преобладание внешних, преимущественно иностранных, собственников, а также доля менеджеров.

Финансовое состояние, производительность и капитализация компании существенно зависят от согласованности интересов собственников и менеджмента. Конфликт снижает эффективность долгосрочных стратегических проектов и деятельности компании, увеличивает агентские издержки: затраты на мониторинг, контроль, проверку над действиями менеджмента; не реализует выгоды, упущенные от оппортунистического поведения; уменьшает стоимость корпорации. В работе [3] предложен индекс для расчета интенсивности корпоративных конфликтов между миноритарными и мажоритарными акционерами, между менеджерами и акционерами: $CCI = d_0 \sum_{j=1}^N d_j$, где N — число вопросов к предприятиям, используемых при построении индекса, j — номер вопроса, d_j — фиктивная переменная, значение которой зависит от ответа предприятия на вопрос j , d_0 — фиктивная переменная, принимающая значения (0,1) в зависимости от наличия акционера, владеющего более 50% акций. Есть два варианта расчета индекса: первый (расширенный) учитывает: 1) наличие акционера, владеющего более 50% акций (d_0); 2) состоялась ли выплата дивидендов по привилегированным акциям в 1997–1998 гг. (d_1); 3) осуществляло ли АО выкуп своих акций, продажу (передачу) акций работникам в 1996–1999 гг. (d_2); 4) осуществлялись ли в 1996–1999 гг. в АО новые эмиссии, не связанные с переоценкой основных фондов (d_3); 5) число общих собраний акционеров в последние 2 года (d_4). Второй вариант расчета (упрощенный) включает вопросы № 1, 2, 4. Результаты исследования с применением CCI выявили, что индекс выше в компаниях с высокими финансовыми показателями, в них острее происходит борьба за контроль и власть. Высокая доля коммерческих банков и иностранных акционеров, присутствие независимого директора в Совете директоров повышает интенсивность корпоративного конфликта. Некоторая неточность результатов расчетов связана с разновременностью опроса и особенностями предприятий. Использование индекса CCI было актуальным в переходный период, в современных условиях следует уточнить его компоненты.

Таким образом, в исследовании выявлена непосредственная зависимость стоимости фирмы от структуры ее акционерного капитала, которая воздействует как на деятельность корпорации, так и на ее финансовые показатели. В небольших фирмах доминирование менеджеров в структуре собственности способствует улучшению финансового состояния компании; однако, это нередко приводит к их оппортунистическому поведению.

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 (анализ «голубых фишек»). — Экономический журнал ВШЭ, 2000, № 4.
2. Степанова А. Н. Влияние структуры собственности на корпоративную эффективность в условиях растущего рынка капитализма. — Электронный журнал «Корпоративные Финансы», 2007, № 4.
3. Радыгин А., Архипов С. Тенденции в структуре собственности, интенсивность корпоративных конфликтов и финансовое состояние предприятий: эмпирический анализ и проблемы государственного регулирования. М.: Научные труды РЕЦЭП.
4. Долгопятова Т. Г., Уварова О. М. Эмпирический анализ организации корпоративного контроля в российских компаниях. Препринт WP1/2007/03. М.: Издательский дом ГУ ВШЭ, 2007.
5. Капелюшников Р., Демина Н. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий. — Вопросы экономики, 2005, № 2.
6. Никонова А. А., Красильникова Е. В., Шестаков В. А. Концепция и моделирование стратегии перехода к инновационной экономике. — Обзорные прикл. и промышл. матем., 2009, т. 16, в. 2.
7. Российский статистический ежегодник 2008. М.: Росстат, 2008.
8. Jensen M., Meckling W. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure. — Journal of Financial Economics, 1976, v. 3, p. 305–360.
9. Berle A., Means G. The Modern Corporation and Private Property. New York: Macmillan, 1932.
10. Morck R., Shleifer A., Vishny R. Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis. — Journal of Financial Economics, 1988, v. 20.
11. Fama E. F., Jensen M. Agency Problems and Residual Claims. — Journal of Law and Economics, 1983.
12. Demsetz H., Villalonga B. Ownership Structure and Corporate Performance. — Journal of Corporate Finance, 2001, v. 7, № 3, p. 209–233.
13. Claessens S., Djankov S., Pohl G. Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic. World Bank Policy Research Paper, 1997, № 1737.
14. Buck T., Wright M., Filatotchev I., Zhukov V. Corporate Govern and Employee Ownership in an Economic Crisis: Enterprise Strategies in the Former USSR. — Journal of Comparative Economics, 1999, v. 27.
15. Hansmann H. When Does Worker Ownership Work? ESOPs, Law Firms, Codetermination, and Economic Democracy. — The Yale Law Journal, 1990, v. 99, № 8, p. 1749–1816.
16. McConell J. J., Servaes H. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. — Journal of Financial Economics, 1990.
17. Brown D., Earl J. Privatization and Restructuring in Russia: New Evidence from Panel Data on Industrial Enterprises. RECEP Working Paper, 2000, № 1.