

УДК 336.767.017.2

Д.Ш. УСАНОВА,*кандидат экономических наук, доцент**Казанский (Приволжский) федеральный университет***А.А. КАМАЛОВА,***кандидат экономических наук, старший преподаватель**Казанский (Приволжский) федеральный университет***Х-Б.С. АБДУЛАЕВ,***магистрант**Казанский (Приволжский) федеральный университет*

ИССЛЕДОВАНИЕ ДЕТЕРМИНАНТ ФОРМИРОВАНИЯ АКЦИОНЕРНОЙ СТОИМОСТИ ПУБЛИЧНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ В ПЕРИОД С 2015 ПО 2020 Г.

Аннотация. Эмпирическое исследование детерминант формирования акционерной стоимости публичных российских компаний включает выборку панельных данных о 77 компаниях за шесть лет, в период с 2015 по 2020 г. Для исследования были выбраны отечественные компании, представляющие различные сферы экономики. Объекты наблюдения представлены следующими видами деятельности: машиностроение, металлургия, нефтехимия, питание, строительство, транспорт и телекоммуникации, электроэнергетика. В процессе исследования проведено тестирование зависимости коэффициента «Цена/балансовая стоимость» (“Market-to-book ratio”). На основе изученных предыдущих исследований была предложена следующая классификация наиболее значимых факторов и драйверов создания акционерной стоимости публичных компаний для российского рынка: current ratio – уровень текущей ликвидности; return on capital employed – рентабельность инвестированного капитала; leverage (gearing) – финансовый леверидж; fixed assets growth – темп прироста основных средств; enterprise risk – операционный риск; internal audit – наличие в структуре компании службы внутреннего аудита; currency volatility – волатильность валютного курса; size – размер компании; age – возраст компании; government ownership – присутствие акционера в лице государства; foreign ownership – присутствие иностранного акционера; oil – наличие отраслевых эффектов. В результате исследования, мы пришли к выводам, что уровень финансового левериджа (гипотеза $H_{1.2}$), рентабельность инвестированного капитала (гипотеза $H_{1.3}$), темп прироста основных средств (гипотеза $H_{1.4}$), возраст компании (гипотеза $H_{1.8}$ – подтвердилась с обратной связью), наличие службы внутреннего аудита (гипотеза $H_{1.9}$), присутствие государственного и иностранного собственников (гипотезы $H_{1.10}$ и $H_{1.11}$), а также принадлежность к нефтегазовой отрасли (гипотеза $H_{1.12}$) статистически значимо связаны с индикаторами создания акционерной стоимости. Коэффициент текущей ликвидности (гипотеза $H_{1.1}$), волатильность валютного курса (гипотеза $H_{1.5}$), уровень операционного риска (гипотеза $H_{1.6}$) и размер компании (гипотеза $H_{1.7}$) не оказывают влияния на создание акционерной стоимости. Полученные нами результаты имеют небольшие расхождения с ранее проведенными исследованиями по российскому рынку.

Ключевые слова: акционерная стоимость, российские компании, публичные компании, драйвер стоимости, эмпирическое исследование.

Введение

В современном мире основной целью корпоративного менеджмента является максимизация достояния собственников бизнеса. Собственниками бизнеса являются акционеры, которые вложили финансовые ресурсы в деятельность фирмы. Максимизация достояния

собственников приводит также к максимизации акционерной стоимости компании. Акционерная стоимость представляет собой ожидания собственников в отношении будущих результатов компании, которые выражены в денежном эквиваленте. Стоимость определяется способностью корпорации генерировать денежный

поток или прибыль в долгосрочном периоде. Собственники, выступая лицами, которые вложили капитал в компанию, интересуются, прежде всего, будущими результатами бизнеса [4, 5], следовательно, их не интересует, чего достигла компания в прошлом и на каком этапе развития она находится в настоящий момент. Для того чтобы проанализировать, способна ли публичная компания генерировать ценность для своих собственников, необходимо исследовать детерминанты создания стоимости.

Методология

В описываемом исследовании были использованы данные о 77 российских публичных компаниях за шесть лет, в период 2015–2020 гг. Объектом исследования выступает выборка отечественных компаний, представляющих различные сектора экономики. По сферам бизнеса состав объектов наблюдения представлен следующими видами деятельности: машиностроение, металлургия, нефтехимия, питание, строительство, транспорт и телекоммуникации, электроэнергетика (рис. 1).

На основе зарубежных исследований [8, 9, 10], а также аналогично предыдущим исследованиям по развивающимся рынкам, в том числе и по российскому [1, 2, 3, 6, 7, 11], было

сформулировано 12 гипотез исследования: $H_{1,1}$ – уровень текущей ликвидности (CR) позитивно воздействует на создание акционерной стоимости; $H_{1,2}$ – уровень финансового левериджа (Lev) оказывает положительное влияние на создание стоимости бизнеса; $H_{1,3}$ – рентабельность инвестированного капитала (ROCE) положительно влияет на акционерную стоимость компании; $H_{1,4}$ – темп прироста основных средств (GFA) положительно воздействует на процесс создания акционерной стоимости; $H_{1,5}$ – волатильность валютного курса (CV) отрицательно воздействует на создание акционерной стоимости компании; $H_{1,6}$ – уровень операционного риска (ER) деятельности фирмы положительно влияет на рыночную оценку бизнеса; $H_{1,7}$ – размер компании (Size) оказывает положительное влияние на процесс создания стоимости для акционеров; $H_{1,8}$ – возраст фирмы (Age) отрицательно коррелирует с ее рыночной оценкой; $H_{1,9}$ – наличие в структуре компании службы внутреннего аудита (IA) способствует росту стоимости бизнеса; $H_{1,10}$ – наличие акционера в лице государства (GO) снижает возможности компании по созданию стоимости для всех акционеров компании; $H_{1,11}$ – наличие иностранного акционера (FO) оказывает позитивное воздействие на ее



Рис. 1. Отрасли компаний, попавших в выборку

возможности по созданию стоимости для акционеров; $H_{1,12}$ – принадлежность компании к нефтегазовой отрасли (Oil) способствует генерированию акционерной стоимости компании. Описательная статистика представлена в табл. 1.

Результаты

Регрессионный анализ определенной совокупности данных был проведен с помощью кросс-платформенного программного пакета для эконометрического анализа Gretl. Источником данных послужили финансовые отчетности, составленные по РСБУ, а также официальные данные Московской биржи в части сумм капитализации публичных российских компаний. Результаты моделирования в сжатой форме представлены в табл. 2.

Таким образом, уровень финансового левериджа (гипотеза $H_{1,2}$), рентабельность инвестированного капитала (гипотеза $H_{1,3}$), темп прироста основных средств (гипотеза $H_{1,4}$), возраст компании (гипотеза $H_{1,8}$ – подтверди-

лась с обратной связью), наличие службы внутреннего аудита (гипотеза $H_{1,9}$), присутствие государственного и иностранного собственников (гипотезы $H_{1,10}$ и $H_{1,11}$), а также принадлежность к нефтегазовой отрасли (гипотеза $H_{1,12}$) статистически значимо связаны с индикаторами создания акционерной стоимости. Коэффициент текущей ликвидности (гипотеза $H_{1,1}$), волатильность валютного курса (гипотеза $H_{1,5}$), уровень операционного риска (гипотеза $H_{1,6}$) и размер компании (гипотеза $H_{1,7}$) не оказывают влияния на создание акционерной стоимости.

Заключение

Полученные нами результаты в целом соответствуют ранее проводившимся исследованиям по российскому рынку [1, 2, 3, 4, 5, 11]. Расхождения с результатами других исследователей получены в отношении таких гипотез, как инвестиции во внеоборотные активы (капитальные вложения), возраст и размер компании.

Таблица 1

Описательная статистика используемых показателей, 2015–2020 гг.

Показатель	Обозначение	Среднее	Максимум	Минимум	Стандартное отклонение
1	2	3	4	5	6
Цена/балансовая стоимость	MBR	1,83	19,31	0,04	2,15
Текущая ликвидность	CR	2,02	7,63	0,02	2,31
Финансовый леверидж	Lev	1,94	14,17	0,00	2,47
Рентабельность инвестированного капитала	ROCE	0,09	0,30	-0,48	0,11
Темп прироста основных средств	GFA	0,27	1,04	-0,99	1,72
Волатильность валютного курса	CV	0,13	0,21	0,00	0,19
Операционный риск	ER	0,06	0,10	0,02	0,03
Размер компании	Size	17,58	19,11	8,94	2,28
Возраст компании	Age	19,27	27	4	6,05
Наличие службы внутреннего аудита	IA	0,78	1	0	0,42
Государственная собственность	GO	0,40	1	0	0,49
Иностранная собственность	FO	0,49	1	0	0,50
Отраслевой эффект – нефтегазовая отрасль	Oil	0,21	0	0	0,41

Таблица 2

**Результаты эмпирического исследования детерминант формирования
акционерной стоимости публичных российских компаний**

Переменные	Зависимая переменная – цена/балансовая стоимость			
	Модель с фиксированными эффектами		Модель со случайными эффектами	
	Коэффициент	P-значение	Коэффициент	P-значение
Свободный член регрессии	-1,852	0,0298**	-1,354	0,0904*
Текущая ликвидность (current ratio)	0,059	0,1663	0,026	0,4872
Финансовый леверидж (leverage (gearing))	0,404	1,42e-023***	0,426	5,41e-035***
Рентабельность инвестированного капитала (return on capital employed)	3,824	9,07e-06***	3,892	4,53e-07***
Темп прироста основных средств (fixed assets growth)	0,082	0,0805*	0,071	0,0917*
Волатильность валютного курса (currency volatility)	-0,235	0,6537	-0,376	0,4280
Операционный риск (enterprise risk)	1,019	0,7123	0,193	0,9433
Размер компании (size)	0,026	0,6214	0,034	0,4933
Возраст компании (age)	0,056	0,0010***	0,032	0,0276**
Наличие службы внутреннего аудита (internal audit)	0,898	4,31e-05***	0,895	8,12e-06***
Государственная собственность (government ownership)	-0,664	0,0026***	-0,673	0,0009***
Иностранная собственность (foreign ownership)	0,684	0,0012***	0,513	0,0050***
Отраслевой эффект – нефтегазовая отрасль (oil)	0,372	0,0895*	0,358	0,0926*
Коэффициент детерминации (LSDV R-squared)	0,486		неприменимо	
Тест Хаусмана	24,6294	0,0103256**	неприменимо	

Примечание: значимость модели $\alpha = 0,01$ при использовании F-критерия: *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$.

Литература

1. Анкудинов А.Б., Лебедев О.В. Детерминанты создания акционерной стоимости российскими компаниями // Корпоративные финансы. – 2014. – № 1. – С. 32–45.
2. Анкудинов А.Б., Марханова Е.С. Эмпирический анализ драйверов стоимости российских компаний: результаты статистического моделирования на панельных данных // Экономический вестник Республики Татарстан. – 2016. – № 3. – С. 43–50.
3. Графская Н.А. Эмпирические исследования эффективности отдельных направлений корпоративной социальной политики // Социальная ответственность бизнеса: теория, методология, практика: материалы II Всероссийской научно-практической конференции. – Уфа, 2011. – С. 120.

4. Ивашиковская И.В., Кукина Е.Б. Детерминанты экономической прибыли крупных российских компаний // Корпоративные финансы. – 2009. – № 4. – С. 18–33.
5. Потапов А.В., Ткаченко И.Н. Концепция ценностно-ориентированного менеджмента // Известия Уральского государственного экономического университета. – 2010. – № 5 (31). – С. 35–43.
6. Bai Y., Green C. Determinants of Cross-Sectional Stock Return Variation in Emerging Markets // Empirical Economics. – 2011. – Vol. 41. – No. 1. – P. 81–102.
7. Bilson C.M., Brailsford T.J., Hooper V.J. Selecting macroeconomic variables as explanatory factors of emerging stock market returns // Pacific-Basin Finance Journal. – 2001. – Vol. 9. – P. 401–426.

8. Bolek M., Wolski R. Profitability or Liquidity: Influencing the Market Value. The Case of Poland // *International Journal of Economics and Finance*. – 2012. – Vol. 4. – No. 9. – P. 182–190.
9. Chen P., Zhang G. How Do Accounting Variables Explain Stock Price Movements? Theory and Evidence // *Journal of Accounting and Economics*. – 2007. – Vol. 43. – P. 219–244.
10. Fu J.J. The empirical research of the relationship of transportation listed company's capital structure with enterprise value // *Advanced Materials Research*. – 2014. – Vol. 998–999. – P. 1638–1641.
11. Kadochnikova E., Usanova D., Zulfakarova L., Drozdova D. Shareholder value of the company and financial statements: Econometric estimation of value creation drivers // *International Journal of Criminology and Sociology*. – 2020. – Vol. 9. – P. 2599–2608.
12. Kang E., Zardkoohi A. Board leadership structure and firm performance // *Corporate Governance: An International Review*. – 2005. – Vol. 13. – Is. 6. – P. 785–799.
13. Li G., Li S., Yang X. Relationships among CSR, innovation and value creation: An empirical study based on China listed companies // *ICLEM 2014: System Planning, Supply Chain Management, and Safety: Proceedings of the 2014 International Conference of Logistics Engineering and Management*. – 2014. – P. 1169–1174.
14. Pandey I. What Drives Shareholder Value // *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*. – 2005. – Vol. 1. – P. 105–120.
15. Pedersen T., Thomsen S. The Casual Relationship between Insider Ownership, Owner Identity and Market Valuation among the Largest European Companies // *Copenhagen Business School Working Paper*. – 2001. – No. 15. – P. 689–705.

Информация об авторах

Усанова Диана Шамилевна, кандидат экономических наук, доцент, Казанский (Приволжский) федеральный университет

E-mail: diana-diana@rambler.ru

Камалова Алина Альбертовна, кандидат экономических наук, старший преподаватель, Казанский (Приволжский) федеральный университет

E-mail: kamalina@yandex.ru

Абдулаев Хаваж-Бауди Салаудиевич, магистрант, Казанский (Приволжский) федеральный университет

E-mail: islamabdulaev1998@mail.ru

D.SH. USANOVA,

*PhD in Economics, Associate Professor
Kazan (Volga region) Federal University*

A.A. KAMALOVA,

*PhD in Economics, Senior Lecturer
Kazan (Volga region) Federal University*

KH-B.S. ABDULAEV,

*Master's Student
Kazan (Volga region) Federal University*

THE STUDY OF THE DETERMINANTS OF THE SHAREHOLDER VALUE CREATION IN THE PUBLIC RUSSIAN COMPANIES IN THE PERIOD FROM 2015 TO 2020

Abstract. An empirical study of the determinants of the shareholder value creation of public Russian companies includes a sample of panel data of 77 companies over six years in the period from 2015 to 2020. The object of the study is a sample of domestic companies representing various sectors of the economy. The sectoral composition of the objects of observation is represented by 7 types of activities: mechanical engineering, metallurgy, petrochemistry, nutrition, construction, transport and telecommunications, electric power industry.

In the course of the study, the dependence of the coefficient “Price / Book value” (“Market-to-book ratio”) was tested. Based on the previous studies, the following classification of the most significant factors and drivers of the creation of shareholder value of public companies of the Russian market was proposed: the level of current liquidity; return on invested capital; financial leverage; the growth rate of fixed assets; operational risk; the internal audit service in the structure of the company; exchange rate volatility; the size of the company and its age; the shareholder represented by the state; the foreign shareholder; the temporary and sectoral effects. As a result of the study, we came to the conclusions that the level of financial leverage (hypothesis H1.2), the return on invested capital (hypothesis H1.3), the growth rate of fixed assets (hypothesis H1.4), the age of the company (hypothesis H1.8 – confirmed with feedback), the presence of an internal audit service (hypothesis H1.9), the presence of state and foreign owners (hypotheses H1.10 and H1.11), as well as belonging to the oil and gas industry (hypothesis H1.12) are statistically significantly associated with indicators of shareholder value creation. Current liquidity ratio (hypothesis H1.1), exchange rate volatility (hypothesis H1.5), operational risk level (hypothesis H1.6) and the size of the company (hypothesis H1.7) do not affect the creation of shareholder value. The results obtained by us have small discrepancies with previous studies on the Russian market.

Keywords: shareholder value, Russian companies, public companies, value driver, empirical research.

References

1. Ankudinov A.B., Lebedev O.V. Determinants of the creation of shareholder value by Russian companies // *Corporate Finance*. – 2014. – No. 1. – P. 32–45.
2. Ankudinov A.B., Markhanova E.S. Empirical analysis of the drivers of the value of Russian companies: results of statistical modeling on panel data // *Economic Bulletin of the Republic of Tatarstan*. – 2016. – No. 3. – P. 43–50.
3. Grafskaya N.A. Empirical studies of the effectiveness of certain areas of corporate social policy // *Social responsibility of business: theory, methodology, practice: materials of the II All-Russian scientific and practical conference*. – Ufa, 2011. – P. 120.
4. Ivashkovskaya I.V., Kukina E.B. Determinants of economic profit of large Russian companies // *Corporate Finance*. – 2009. – No. 4. – P. 18–33.
5. Potapov A.V., Tkachenko I.N. The concept of value-oriented management // *USUE News*. – 2010. – No. 5 (31). – P. 35–43.
6. Bai Y., Green C. Determinants of Cross-Sectional Stock Return Variation in Emerging Markets // *Empirical Economics*. – 2011. – Vol. 41. – No. 1. – P. 81–102.
7. Bilson C.M., Brailsford T.J., Hooper V.J. Selecting macroeconomic variables as explanatory factors of emerging stock market returns // *Pacific-Basin Finance Journal*. – 2001. – Vol. 9. – P. 401–426.
8. Bolek M., Wolski R. Profitability or Liquidity: Influencing the Market Value. The Case of Poland // *International Journal of Economics and Finance*. – 2012. – Vol. 4. – No. 9. – P. 182–190.
9. Chen P., Zhang G. How Do Accounting Variables Explain Stock Price Movements? Theory and Evidence // *Journal of Accounting and Economics*. – 2007. – Vol. 43. – P. 219–244.
10. Fu J.J. The empirical research of the relationship of transportation listed company's capital structure with enterprise value // *Advanced Materials Research*. – 2014. – Vol. 998–999. – P. 1638–1641.
11. Kadochnikova E., Usanova D., Zulfakarova L., Drozdova D. Shareholder value of the company and financial statements: Econometric estimation of value creation drivers // *International Journal of Criminology and Sociology*. – 2020. – Vol. 9. – P. 2599–2608.
12. Kang E., Zardkoohi A. Board leadership structure and firm performance // *Corporate Governance: An International Review*. – 2005. – Vol. 13. – Is. 6. – P. 785–799.
13. Li G., Li S., Yang X. Relationships among CSR, innovation and value creation: An empirical study based on China listed companies // *ICLEM 2014: System Planning, Supply Chain Management, and Safety: Proceedings of the 2014 International Conference of Logistics Engineering and Management*. – 2014. – P. 1169–1174.
14. Pandey I. What Drives Shareholder Value // *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*. – 2005. – Vol. 1. – P. 105–120.
15. Pedersen T., Thomsen S. The Casual Relationship between Insider Ownership, Owner Identity and Market Valuation among the Largest European Companies // *Copenhagen Business School Working Paper*. – 2001. – No. 15. – P. 689–705.