

Библиографическая ссылка:

Бадюкина Е.А., Швецова И.Н. Факторы создания акционерной стоимости российских компаний // Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера: Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. 2015. - № 3.- С. 65-82.

ФАКТОРЫ СОЗДАНИЯ АКЦИОНЕРНОЙ СТОИМОСТИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

FACTORS OF CREATING SHAREHOLDER VALUE IN RUSSIAN COMPONIES

Е.А. Бадюкина, И. Н.Швецова

E.A. Badokina, I. N.Shvetsova

Настоящее исследование нацелено на относительную оценку факторов создания акционерной стоимости на российском рынке капитала и степени их влияния на акционерную стоимость. В статье обобщены результатов эмпирических исследований создания акционерной стоимости и определены группы факторов стоимости бизнеса. На основе экономико-математического моделирования установлена взаимосвязь относительной оценки стоимости компаний рынком, совокупной акционерной доходности и микро- и макро факторов. Доказано, что индивидуальные характеристики компаний выступают более значимым фактором создания акционерной стоимости по сравнению с показателями макроэкономической конъюнктуры. Результаты исследования могут быть использованы при принятии управленческих решений для управления стоимостью бизнес.

The present study aimed to assess factors relative shareholder value creation on the Russian capital market and their impact on shareholder value. In the paper the results of empirical studies of creating shareholder value and defined groups of factors of business value are summarized. On the basis of economic and mathematical modeling relationship relative valuations the market, total shareholder return and the micro and macro factors is established It is proved that the individual characteristics of the companies are the more important factor in the creation of shareholder value than the macroeconomic environment. The results can be used in management decisions for the management of business value.

Ключевые слова: акционерная стоимость компании, микро-макро факторы создания акционерной стоимости, рыночные мультипликаторы, мультипликатор «цена/прибыль», мультипликатор «цена/балансовая стоимость», акционерная доходность.

Keywords: shareholder value, micro-macro factors creating shareholder value, market multiples, price/balance value, price-earnings ratio, total shareholder return, market to book ratio.

Введение

В свете концепции ориентированного на стоимость управления компанией, процесс принятия финансовых и инвестиционных управленческих решений основывается на факторах роста акционерной стоимости. Изучение подходов к оценке факторов создания акционерной стоимости на российском рынке капитала составляет содержание настоящей статьи и определяет ее актуальность.

Наиболее широко в научной литературе представлены исследования влияния финансовых факторов на создание акционерной стоимости (А. Раппопорт, А. Клейдон, Дж. Холл, И. Панди, Ла Порта Р., Г. Серваес и другие). Среди отечественных специалистов данными вопросами занимаются исследователи И.Б. Ивашковская, Е.Б. Кукина, Е.В. Чиркова, И.В. Мороз, Ю.Я. Дранев, Э.Р. Байбурина, Е.Г. Гребцова, А.Б. Анкудинов, О.В. Лебедев, Л.А. Сафина и другие.

Вышеперечисленные авторы выделяют финансовые факторы создания акционерной стоимости, относящиеся как к микро, так и макроэкономической конъюнктуре, а также факторы напрямую связанные с производственной деятельностью - размер и возраст компании.

Целью настоящего исследования является относительная оценка факторов создания акционерной стоимости на российском рынке капитала, степени их влияния на акционерную стоимость и разработка рекомендаций менеджменту по управлению стоимостью бизнеса.

Теоретические основы исследования

В современной научной экономической литературе процесс создания акционерной стоимости изучается в терминах «цена/балансовая стоимость», «цена/прибыль» и показателя совокупной акционерной доходности. Принято считать, что именно оценка подобного рода мультипликаторов способствует корректному отражению рыночной стоимости акционерного капитала компании.

Так, мультипликатор курса «цена/прибыль» показывает количество лет, по истечении которых окупаются инвестиции в приобретении акций, т. е. определение и прогнозирование данного показателя не требуют учета риска.

Мультипликатор «цена/балансовая стоимость» отражает ожидания рынка относительно будущей работы инвестиционного капитала и мастерство менеджеров компаний. Он показывает во сколько раз рыночная капитализация превышает балансовую стоимость собственного капитала.

А. Раппопорт показывает, что, по крайней мере, четыре ключевых фактора убеждают менеджмент компании ориентироваться на благосостояние собственников: относительно крупная доля собственности в компании, участие в распределении прибыли компании, угроза поглощения, конкурентные рынки труда для руководителей компаний [1].

Позднее, А. Раппопорт формулирует десять принципов создания акционерной стоимости компании, среди которых можно отметить следующие:

- не фокусироваться на прибыли;

- принятие стратегических решений, которые максимизируют ожидаемую стоимость, даже за счет снижения доходов в ближайший период;
- слияния и присоединения, благодаря которым может быть максимизирована стоимость;
- содержать только активы, которые максимизируют стоимость при постоянном мониторинге готовности покупателей платить значительную премию за бренд или недвижимость компании;
- осуществлять средства акционерам, когда нет альтернатив для инвестирования с точки зрения создания стоимости;
- мотивация менеджмента высшего, операционного и среднего уровня за обеспечение ключевых драйверов роста стоимости;
- требование от менеджеров разделить с акционерами риски бизнеса;
- обеспечение инвесторов релевантной информацией [2].

Vasilescu Laura Giurcă перечисляет следующие факторы, которые могут создать добавленную стоимость компании: лидерство в издержках и дифференциация, лидерство в технологиях, стратегические инновации, компенсация агентских издержек и льготы менеджменту компаний, оптимизация структуры капитала, финансовая инжиниринг, коммуникации [3, с.664, 665].

Широко в научной зарубежной литературе представлены результаты эконометрического моделирования влияния финансовых факторов на показатели акционерной стоимости. Так, А. Клейдон показывает, что высокая доля изменений рыночных цен на акции может быть объяснена изменениями величины ожидаемых денежных потоков, и что наиболее репрезентативными переменными динамики рыночной стоимости компании являются доходность активов и инвестиции [4].

Дж. Холл проводит эмпирический анализ и исследует ряд переменных, определяющих акционерную стоимость в терминах экономической добавленной стоимости, а именно: доходность вложенного капитала, отношение чистого операционного дохода к вложенному капиталу, продажам, валовой марже, отношение валовой прибыли к объему продаж, рост объемов продаж, отношение объема продаж к вложенному капиталу, средневзвешенная цена капитала, уровень долговых обязательств, операционный и финансовый леверидж и другие.

Дж. Холл обосновывает, что показатели прибыли и коэффициенты рентабельности имеют наибольшее влияние на акционерную стоимость, при этом коэффициент показателя прибыли к вложенному капиталу (ROCE) является наиболее значимым [5, с.5,6,19].

Позитивную связь мультипликатора «цена/балансовая стоимость» и экономической рентабельности делового и финансового рисков в своем исследовании представил И. Панди [6, с.118-119].

В литературе широко представлены научные исследования, предметом изучения которых является выявление зависимости структуры собственности и стоимости компании. Так, Р. Ла Порта и др. демонстрируют, что стоимость компаний выше в странах с более эффективной защитой миноритарных акционеров и позитивно связана с уровнем концентрации собственности [7].

Henri Servaes, Ane Tamayo рассматривая влияние корпоративной социальной ответственности на стоимость компании приходит к выводу, что корпоративная социальная ответственность повышает стоимость компании, о деятельности которых высоко осведомлена общественность и индикаторов осведомленности выступает интенсивность рекламы [8, с. 1058].

Среди отечественных специалистов, исследовавших драйвера создания акционерной стоимости, отмечены работы И.В. Ивашковской и Е.Б. Кукиной. Проведенный анализ показал, что перечень детерминант, определяющих экономическую прибыль как меру эффективности крупных российских компаний, ограничен, главным образом, факторами их операционной политики. В качестве детерминант экономической прибыли названы: капитальные вложения, темп роста доходов компании, операционная рентабельность, выплаченные дивиденды [9, с.19].

И.В. Ивашковская предлагает модель стратегически ориентированной системы корпоративного управления, которая должна прийти на смену преобладающей сейчас сбалансированной системе корпоративного управления, нацеленной на достижение баланса интересов между менеджментами и собственниками и интересов среди собственников [10, с.20].

Имеются исследования положительной связи между репутационным имиджем компании, обусловленным взаимодействием с текущими и потенциальными инвесторами, и ее рыночной стоимостью. Е.В. Чиркова, И.В. Мороз, Ю.Я. Дранев показывают на примере компании «Вымпелком», что конфликт акционеров обуславливает репутационные издержки компании, что имеет значимое негативное влияние на стоимость компании. Информация об урегулировании конфликта обеспечивает значимое положительное влияние на стоимость компании [11, с.95].

На развивающихся рынках капитала из-за неэффективности особенно актуально раскрытие информации об интеллектуальном капитале. В работе И. Байбуриной и К. Гребцовой представлена оценка положительного влияния раскрытия информации об интеллектуальном капитале на стоимость компании [12, с.14].

Влияние на процесс создания акционерной стоимости могут оказывать и инвестиции в инновации. А.Б. Анкудинов, Л.А. Сафина показывают, что инвестиции в инновации имеют «локомотивный» эффект и позитивно влияют на рыночную стоимость компании [13, с.50].

Косорукова И.В. при определении ставки дисконта указывает в частности на такие фактор риска, которые могут повлиять на стоимость компании: ключевая фигура в руководстве; качество руководства; размер компании; финансовая структура (источники финансирования компании); товарная и территориальная диверсификация; диверсификация клиентуры; доходы: рентабельность и предсказуемость [14].

На практике обсуждение вопросов повышения налогов (в частности, для нефтяного сектора) вызывает падение котировок акций компаний, а, следовательно, и их рыночной стоимости [15].

Из анализа литературы следует, что финансовые факторы, наряду с прочими факторами микро - и макроуровня оказывают влияние на процесс создания акционерной стоимости. Эмпирические работы показывают, что специфичные для отраслей операционные факторы, размер и возраст компании выступают важными детерминантами создания акционерной стоимости.

Методика исследования

На основе обобщения результатов предыдущих эмпирических исследований были сформированы группы факторов, определяющих стоимость бизнеса.

В первой группе факторов создания акционерной стоимости рассматриваются финансовые факторы: уровень доходности активов, уровень финансового левериджа, уровень инвестиционной активности, уровень инвестированного капитала в инновации, объем нематериальных активов, уровень риска.

Вторая группа исследуемых факторов создания акционерной стоимости рассматривается с точки зрения структуры капитала. К ним относятся: статус принадлежности к государству, наличие иностранного акционера в структуре собственности, уровень концентрации собственности.

Третью группу факторов составляют нефундаментальные факторы: размер и возраст компании.

Четвертую группу факторов составляют факторы макро-среды, характеризующие экономическую конъюнктуру (курс валюты, инфляция).

В рамках регрессионного анализа факторы создания акционерной стоимости исследовались с использованием модели линейной регрессии, которая изучает свойства оценок параметров, получаемых различными методами при предположении о вероятностных характеристиках факторов и случайных ошибок модели.

Модель линейной регрессии представим в матричной форме [16, с.58]:

$$y_{it} = a_0 + a_1x_{i1} + a_2x_{i2} + \dots + a_mx_{im} + \varepsilon_i, \quad (1)$$

где y_{it} – вектор наблюдений зависимой переменной; x_{it} – матрица факторов; a_1, a_2, \dots, a_m – оцениваемые параметры; a_0 – случайные эффекты; ε_i – вектор случайных ошибок.

Коэффициенты линейной регрессии показывают скорость изменения зависимой переменной по данному фактору при фиксированных остальных факторах.

Для проверки значимости влияния факторов на создание стоимости в нашем исследовании использовался критерий значимости статистических оценок, так называемый метод статистической проверки гипотез (статистических критериев), основанный на распределении Стьюдента.

Конкретное значение t - критерия можно сравнить с табличным значением критических точек распределения Стьюдента (t -критерия Стьюдента), которые в зависимости от объема выборки показывают выраженные в процентах вероятности, что оно могло возникнуть случайно, когда истинная величина коэффициента была нулевой.

В рамках нашего исследования выборка была сформирована на основе данных по крупнейшим российским компаниям нефинансового сектора, лидерам различных отраслей экономики – «голубым фишкам» за 2003 – 2013 гг. «Голубые фишки» – акции или ценные бумаги наиболее крупных, ликвидных и надежных компаний со стабильными показателями получаемых доходов и выплачиваемых дивидендов; обычно «голубые фишки» являются индикаторами всего рынка.

В выборку были включены данные по 11 компаниям, имеющим листинг на Московской бирже. Подобный подход к формированию данных на основе «голубых фишек» обусловлен высокой ликвидностью вследствие большого количества сделок, постоянно совершаемых акционерами этих компаний, и репрезентативностью выборки. В обследование попала большая группа крупных российских компаний разных отраслей экономики, в том числе представителей газовой, нефтяной промышленности; геологоразведки месторождений; производства жидких углеводородов и калийных удобрений; горно-металлургического производства; розничной торговли и телекоммуникаций.

Источником данных, используемых в настоящем исследовании, выступили информационный портал Московской биржи в части рыночных показателей стоимости акций компаний и официальные сайты акционерных компаний в информационно - телекоммуникационной сети «Интернет» в части регистрационных данных и сведений финансовой отчетности (в соответствии с российскими стандартами ведения бухгалтерского учета).

Анализ основывался на годовых данных, однако по некоторым переменным публичные данные за одиннадцатилетний период отсутствовали. Характер отсутствующих данных случаен, то есть вероятность их отсутствия не зависит от величины переменной, данные по которой отсутствуют, поэтому оценки показателей в работе считаем состоятельными.

Порядок расчета переменных, используемых в моделировании, в качестве относительных оценок стоимости компании рынком и факторов создания ее акционерной стоимости, представлены в табл.1.

Таблица 1

Описание переменных, используемых в моделировании

Показатель	Описание
Цена/балансовая стоимость	Капитализация компании/бухгалтерская стоимость собственного капитала
Цена/прибыль	Капитализация компании/чистая прибыль компании
Акционерная доходность	Прирост капитализации+дивидендная доходность
Доходность активов	Чистая прибыль/совокупные активы
Инвестиции	Прирост стоимости основных средств
Лeverидж	Заемный капитал/Собственный капитал
Государственная собственность	Доля Российской Федерации в структуре акционерного капитала
Иностранный акционер	Доля иностранных акционеров в структуре акционерного капитала

Концентрация собственности	Доля владения трех крупнейших акционеров
Инвестиции в инновации	Прирост инвестиций в инновационную деятельность компании (в т.ч. на выполнение научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ (НИОКР))
Нематериальные активы	Прирост стоимости нематериальных активов
Размер	Натуральный логарифм выручки компании
Возраст	Количество лет со дня государственной регистрации компании как юридического лица
Примечание: [17, с.37]	

Основная часть

Для осуществления корреляционно-регрессионного анализа в таблицах 2 и 3 привели описательную статистику средних значений переменных по 11 компаниям: ОАО «Газпром», ОАО «Лукойл», ЗАО «Тандер», ОАО «Сургутнефтегаз», ОАО «Новатэк», ОАО «МТС», ОАО «НК «Роснефть», ОАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «Уралкалий», ОАО «Татнефть», ОАО «Ростелеком» за одиннадцатилетний период с 2003-2013 гг.

Таблица 2

Описательная статистика факторов создания стоимости

<i>n</i>	x_1	x_2	x_3	x_4	x_5	x_6	x_7	x_8	x_9
2003	0,11	15,37	0,73	12,66	0,09	0,13	0,64	1,10	0,77
2004	0,16	17,33	0,60	12,96	0,05	0,12	0,64	5,46	1,12
2005	0,24	17,03	0,67	13,27	0,06	0,14	0,65	9,19	1,19
2006	0,20	9,05	0,56	13,43	0,04	0,13	0,73	1,29	1,13
2007	0,14	12,55	0,50	13,57	0,04	0,13	0,75	9,33	1,26
2008	0,18	5,33	0,63	13,67	0,04	0,16	0,76	1,52	1,66
2009	0,11	25,34	0,92	13,81	0,04	0,17	0,76	14,94	1,10
2010	0,13	7,28	0,94	13,98	0,04	0,14	0,69	1,54	1,43
2011	0,13	165,2	1,18	14,45	0,05	0,14	0,67	1,86	1,09
2012	0,14	12,94	1,23	14,57	0,05	0,14	0,73	1,60	1,56
2013	0,12	16,21	1,16	14,57	0,08	0,12	0,75	1,44	1,24

где *n* – период наблюдения; x_1 – доходность активов; x_2 – инвестиции; x_3 – леверидж; – размер; x_5 – государство; x_6 – иностранный акционер; x_7 – концентрация собственности; x_8 – нематериальные активы; x_9 – инвестиции в инновации.

Таблица 3

Описательная статистика показателей относительной оценки стоимости компании рынком

<i>n</i>	y_1	y_2	y_3
2003	1,59	7,41	0,66
2004	1,75	7,98	-0,99
2005	3,01	10,65	5,97
2006	5,17	16,78	31,66
2007	6,13	24,17	6,97
2008	2,60	11,34	-2,58
2009	2,53	48,49	-5,30
2010	3,98	18,37	1,83

2011	2,93	9,75	43,29
2012	3,59	10,47	-3,04
2013	3,65	8,87	-2,37

где n – период наблюдения; y_1 – цена/балансовая стоимость; y_2 – цена/прибыль; y_3 – акционерная доходность.

В ходе анализа взаимосвязи рыночного мультипликатора «цена/балансовая стоимость» и 9 потенциальных факторов создания акционерной стоимости (доходность активов, инвестиции, левверидж, размер, государственная собственность, иностранный акционер, концентрация собственности, инвестиции в инновации, нематериальные активы) произвели расчет параметров уравнения линейной регрессии (таблица 4).

Таблица 4

Параметры уравнения линейной регрессии и оценка стандартного отклонения мультипликатора «цена/балансовая стоимость»

Параметры уравнения (a_0, \dots, a_9)									
a_9	a_8	a_7	a_6	a_5	a_4	a_3	a_2	a_1	a_0
0,07	0,00	0,28	0,40	0,14	0,08	-0,14	0,03	-0,77	0,78
Оценки стандартного отклонения (s_0, \dots, s_9)									
0,07	0,00	0,41	0,87	0,59	0,06	0,12	0,03	2,16	0,58

Как видно из данных табл.4, коэффициент уравнения регрессии a_0 равен 0,78, а коэффициенты от a_1 до a_9 принимает значения от -0,77 до -0,07 соответственно.

Применение функции ЛИНЕЙН () в MS Excel v.10.0 и возможности данной функции возвращать дополнительную регрессионную статистику позволили получить значения значимости уравнения многофакторной линейной регрессии (табл.5).

Таблица 5

Оценка значимости уравнения многофакторной линейной регрессии мультипликатора «цена/балансовая стоимость»

Критерии оценки	Значение, в единицах
R^2	0,85
Оценка стандартного отклонения остатков (s_{ev})	1,68
F- статистика	0,63
Степени свободы (v)	1,00
Сумма квадратов отклонений y от y среднего (SS_y)	1,59
Остаточная сумма квадратов (SS_e)	2,82

Из данных табл.5, видно, что коэффициент детерминации $R^2 = 0,85$ (85 %) свидетельствует о том, что 85 % вариации рыночного мультипликатора «цена/балансовая стоимость» объясняется вариацией факторов, и только 15 % – действием других факторов, не включенных в модель. Линейной корреляции данных переменных, описывающих мультипликатор, не обнаружено.

Оценка статистической значимости параметров регрессии проведена с помощью t-статистики Стьюдента. Для уровня значимости в 5 % и 1 степени свободы, критическое значение t-статистики составило 12,71, а расчетное значение t-критерия для коэффициента корреляции определено как 7,14

(коэффициент корреляции 0,92, случайная ошибка коэффициента корреляции – 0,13), так как расчетное значение *t*-статистики меньше критического, то гипотеза о наличии взаимосвязи между исследуемыми показателями отвергается.

После исключения влияния на регрессионную модель факторов: доходность активов, государственная собственность, иностранный акционер, нематериальные активы ввиду того, что рассчитанные значения *t*-статистик для данных параметров не превышали критических точек распределения Стьюдента, рассчитали новые параметры регрессионной зависимости (табл.6 и табл.7).

Таблица 6

Параметры уравнения линейной регрессии и оценка стандартного отклонения мультипликатора «цена/балансовая стоимость» после исключения влияния факторов с *t*-статистик ниже критических точек распределения Стьюдента

Параметры уравнения (a_0, \dots, a_9)					
a_9	a_7	a_4	a_3	a_2	a_0
0,05	-0,34	0,06	-0,10	-0,04	0,58
Оценки стандартного отклонения (s_0, \dots, s_9)					
0,02	0,11	0,02	0,03	0,01	0,16

Таблица 7

Оценка значимости уравнения многофакторной линейной регрессии мультипликатора «цена/балансовая стоимость» после исключения влияния факторов с *t*-статистик ниже критических точек распределения Стьюдента

Критерии оценки	Значение, в единицах
R^2	0,79
Оценка стандартного отклонения остатков (s_{ev})	0,89
<i>F</i> - статистика	3,70
Степени свободы (ν)	5,00
Сумма квадратов отклонений y от y среднего (SS_y)	1,48
Остаточная сумма квадратов (SS_e)	4,00

Критическое значение *t*-статистики при 5 % уровне значимости и 5 степеням свободы составило 2,57, расчетное значение *t*-критерия для коэффициента корреляции определено как 5,77 (коэффициент корреляции 0,89, случайная ошибка коэффициента корреляции – 0,15), для параметров a_2, a_3, a_4, a_7, a_9 значения *t*-статистик – 3,65; 3,50; 3,33; 3,16; 2,64 соответственно, то есть параметры регрессии и коэффициент корреляции не случайно отличаются от нуля, а статистически значимы.

Таким образом, линейная регрессионная модель статистически значима (коэффициент детерминации – 0,79 (79 %)) и выглядит следующим образом:

$$y_1 = 0,58 - 0,04x_2 - 0,10x_3 + 0,06x_4 - 0,34x_7 + 0,05x_9, \quad (4)$$

где y_1 – мультипликатор «цена/балансовая стоимость»; x_2 – инвестиции; x_3 – леверидж; x_4 – размер; x_7 – концентрация собственности; x_9 – инвестиции в инновации.

При расчете параметров уравнения линейной регрессии рыночного мультипликатора «цена/прибыль» и факторов создания акционерной стоимости (доходность активов, инвестиции, леверидж, размер, государственная собственность, иностранный акционер, концентрация собственности, инвестиции в инновации, нематериальные активы) коэффициент детерминации составил 0,99 (коэффициент корреляции – 0,99), а регрессионная статистика выглядит следующим образом (табл.8 и табл.9).

Таблица 8

Параметры уравнения линейной регрессии и оценка стандартного отклонения мультипликатора «цена/прибыль»

Параметры уравнения (a_0, \dots, a_9)									
a_9	a_8	a_7	a_6	a_5	a_4	a_3	a_2	a_1	a_0
0,47	0,00	-0,24	4,91	-3,48	0,17	-0,21	-0,16	-0,91	2,03
Оценки стандартного отклонения (s_0, \dots, s_9)									
0,05	0,00	0,30	6,42	4,34	0,46	0,85	0,02	0,16	4,25

Таблица 9

Оценка значимости уравнения многофакторной линейной регрессии мультипликатора «цена/прибыль»

Критерии оценки	Значение, в единицах
R^2	1,00
Оценка стандартного отклонения остатков (s_{ev})	1,24
F- статистика	1,04
Степени свободы (v)	1,00
Сумма квадратов отклонений y от y среднего (SS_y)	1,44
Остаточная сумма квадратов (SS_e)	1,53

Линейной корреляции данных переменных, описывающих мультипликатор, не обнаружено.

С помощью t -статистики Стьюдента проведена оценка параметров и выявлено, что табличное значение t -статистики для уровня значимости в 5 % и 1 степени свободы превосходит расчетные значение t -критерия для коэффициента корреляции и t -статистик для оцениваемых параметров: доходность активов, инвестиции, леверидж, размер, государственная собственность, нематериальные активы, то есть параметры регрессии и коэффициент корреляции статистически не значимы.

Исключив данные переменные из рассматриваемой модели, регрессионная статистика выглядит следующим образом (табл.10 и табл.11).

Таблица 10

Параметры уравнения линейной регрессии и оценка стандартного отклонения мультипликатора «цена/прибыль»

Параметры уравнения (a_0, \dots, a_9)			
a_9	a_7	a_6	a_0
0,27	0,01	0,48	1,38
Оценки стандартного отклонения (s_0, \dots, s_9)			
0,11	0,01	0,17	3,98

Таблица 11

Оценка значимости уравнения многофакторной линейной регрессии мультипликатора
«цена/прибыль»

Критерии оценки	Значение, в единицах
R^2	0,76
Оценка стандартного отклонения остатков (s_{ev})	7,41
F - статистика	0,64
Степени свободы (v)	0,70
Сумма квадратов отклонений y от y среднего (SS_y)	1,05
Остаточная сумма квадратов (SS_e)	3,84

Критическое значение t -статистики при 5 % уровне значимости и 7 степеням свободы составило 2,36. Расчетное значение t -критерия для коэффициента корреляции определено как 4,97 (коэффициент корреляции 0,86, случайная ошибка коэффициента корреляции – 0,17), для параметров a_6 , a_7 , a_9 значения t -статистик – 2,85; 2,48; 2,38 соответственно. Таким образом, параметры регрессии и коэффициент корреляции статистически значимы.

Таким образом, уравнение линейной регрессии представим в виде:

$$y_2 = 1,38 + 0,48x_6 + 0,01x_7 + 0,27x_9, \quad (5)$$

где y_2 – мультипликатор «цена/прибыль»; x_6 – иностранный акционер; x_7 – концентрация собственности; x_9 – инвестиции в инновации.

Переходя к анализу факторов создания акционерной доходности, отметим, что коэффициент детерминации в данной модели составил 0,99 (коэффициент корреляции – 0,99), параметры регрессии представлены следующим образом (табл.12 и табл.13).

Таблица 12

Параметры уравнения линейной регрессии и оценка стандартного отклонения акционерной доходности

Параметры уравнения (a_0, \dots, a_9)									
a_9	a_8	a_7	a_6	a_5	a_4	a_3	a_2	a_1	a_0
0,72	-0,02	-0,45	2,54	-4,19	0,29	-0,48	0,10	1,26	3,27
Оценки стандартного отклонения (s_0, \dots, s_9)									
0,22	0,01	1,37	2,91	1,97	0,21	0,39	0,10	0,72	1,92

Таблица 13

Оценка значимости уравнения многофакторной линейной регрессии акционерной доходности

Критерии оценки	Значение, в единицах
R^2	0,99
Оценка стандартного отклонения остатков (s_{ev})	5,60
F - статистика	8,70
Степени свободы (v)	1,00
Сумма квадратов отклонений y от y среднего (SS_y)	2,46
Остаточная сумма квадратов (SS_e)	3,14

Переменная «леверидж» была исключена из модели по причине линейной корреляции данных, а переменные «риск» и «иностранный акционер» за счет того, что табличное значение t -статистики для уровня значимости в 5 % и 2 степеней свободы превосходит расчетные значения t -статистик оцениваемых параметров (табл.14 и табл.15).

Таблица 14

Параметры уравнения линейной регрессии и оценка стандартного отклонения акционерной доходности

Параметры уравнения (a_0, \dots, a_9)						
a_9	a_8	a_7	a_5	a_2	a_1	a_0
0,51	-0,02	1,25	-0,47	0,22	1,75	0,71
Оценки стандартного отклонения (s_0, \dots, s_9)						
0,11	0,00	0,45	0,15	0,04	0,47	0,38

Таблица 15

Оценка значимости уравнения многофакторной линейной регрессии акционерной доходности

Критерии оценки	Значение, в единицах
R^2	0,96
Оценка стандартного отклонения остатков (s_{ev})	5,00
F- статистика	15,90
Степени свободы (v)	4,00
Сумма квадратов отклонений y от y среднего (SS_y)	2,39
Остаточная сумма квадратов (SS_e)	1,00

Коэффициент детерминации равен 0,96 (96 %) свидетельствует о тесной взаимосвязи данных переменных. Так, 96 % вариации показателя акционерной доходности объясняется вариацией факторов: доходность активов, инвестиции, государственная собственность, концентрация собственности, инвестиции в инновации, нематериальные активы. Рассчитанные значения t -статистик данных параметров равны: 3,73; 5,25; 3,16; 2,79; 4,42; 4,76.

Критическое значение t -статистики при 5 % уровне значимости и 4 степеням свободы составило 2,78. Расчетное значение t - критерия для коэффициента корреляции определено как 14,65 (коэффициент корреляции 0,98, случайная ошибка коэффициента корреляции – 0,07), таким образом, рассчитанные значения t - статистик превосходят табличное значение, соответственно, параметры регрессии и коэффициент корреляции статистически значимы.

Уравнение линейной регрессии акционерной доходности представлено в виде:

$$y_3 = 0,71 + 1,75x_1 + 0,22x_2 - 0,47x_5 + 1,25x_7 - 0,02x_8 + 0,51x_9, \quad (6)$$

где y_3 – акционерная доходность; x_1 –доходность активов; x_2 – инвестиции; x_5 – государственная собственность; x_7 – концентрация собственности; x_8 – нематериальные активы; x_9 – инвестиции в инновации.

Зависимости между рыночными мультипликаторами «цена/прибыль», «цена/балансовая стоимость», показателя акционерной доходности и переменными: возраст компании и риск не выявлено. Коэффициенты детерминации в исследовании не превышали и 50 %.

Результаты регрессионного анализа факторов создания акционерной стоимости занесены в таблицу 16.

Таблица 16

Оценка регрессий с фиксированными эффектами создания акционерной стоимости российских компаний

Переменные	Цена/балансовая стоимость		Цена/прибыль		Акционерная доходность	
	Оценка фактора	t- статистик	Оценка фактора	t- статистик	Оценка фактора	t- статистик
Доходность активов	...	...	...	...	1,75	3,73
Инвестиции	-0,04	3,65	...	...	0,22	5,25
Лeverидж	-0,10	3,50	...	...	...	...
Размер	0,06	3,33	...	...	...	...
Государственная собственность	...	...	...	...	-0,47	3,16
Иностраный акционер	...	...	0,48	2,85	...	...
Концентрация собственности	-0,34	3,16	0,01	2,48	1,25	2,79
Нематериальные активы	...	...	...	...	-0,02	4,42
Инвестиции в инновации	0,05	2,64	0,27	2,38	0,51	4,76

Переходя к анализу детерминантов акционерной доходности, отметим, что доходность активов компаний оказывает наиболее значимое влияние на создание акционерной стоимости. Так, при увеличении доходности активов на 10 %, при прочих равных условиях акционерная доходность вырастет на 17,5 %. Переменная доходность активов исключена из моделей, описывающих мультипликаторы «цена/балансовая стоимость» и «цена/прибыль».

Обнаружена статистически значимая зависимость между инвестиционной активностью и акционерной доходностью: прирост инвестиций на 10 %, при прочих равных условиях обуславливает более высокое значение показателя акционерной доходности на 2,2 %. Переменная «инвестиционная активность» исключена из модели, описывающей мультипликатор «цена/прибыль», и негативно коррелирует с показателем «цена/балансовая стоимость».

Лeverидж негативно влияет на индикатор создания акционерной стоимости «цена/балансовая стоимость». Из моделей, описывающих мультипликатор «цена/прибыль» лeverидж исключен по причине отсутствия зависимости, а из модели акционерной доходности – линейной корреляции данных.

Размер компании положительно связано с мультипликатором «цена/балансовая стоимость» и статистически незначим в модели «цена/прибыль» и акционерной доходности.

Что касается переменных структуры собственности, то коэффициент государственной собственности статистически значим лишь в модели, описывающей показатель акционерной доходности, но при этом имеет отрицательный знак. При прочих равных условиях величина показателя акционерной

доходности ниже для государственных компаний на 4,7. Наличие иностранного акционера в структуре собственности положительно связано с мультипликатором «цена/прибыль» на 4,8. Уровень концентрации собственности, согласно полученным оценкам, негативно коррелирует с величиной индикатора «цена/балансовая стоимость» и положительно связан с мультипликатором «цена/прибыль» и акционерной доходностью компаний на 1,5 и 1,3 соответственно.

Что касается влияния переменной «инвестиции в инновации» на рыночную стоимость компании, то здесь следует отметить их статистическую значимость в моделях, описывающих мультипликатор «цена/балансовая стоимость», «цена/прибыль» и акционерную доходность и положительное влияние на создание акционерной стоимости. Рост инвестирования в инновации компании на 10 % приводит к увеличению индикаторов «цена/балансовая стоимость», «цена/прибыль» и акционерной доходности на 0,5 %, 2,7 %, 5,1% соответственно.

Прирост нематериальных активов на 10 % обуславливает уменьшение на 0,2 % акционерной доходности, а в моделях, описывающих мультипликаторы «цена/балансовая стоимость» и «цена/прибыль», статистически не значим.

При оценке влияния макро- факторов на рыночную стоимость компании была исследована регрессионная зависимость переменных: курс доллара, инфляция (табл.17) и мультипликаторов «цена/прибыль», «цена/балансовая стоимость», показателя «акционерная доходность».

Таблица 17

Описательная статистика Банка России (на конец периода)

Период наблюдения(годы)	Изменение курса доллара	Изменение инфляции
2003	0,93	0,80
2004	0,94	0,98
2005	1,04	0,93
2006	0,91	0,82
2007	0,93	1,32
2008	1,20	1,12
2009	1,03	0,66
2010	1,01	1,00
2011	1,06	0,69
2012	0,94	1,08
2013	1,08	0,98

Статистической значимости между мультипликаторами «цена/балансовая стоимость», «цена/прибыль», показателя «акционерная доходность» и курсом доллара не выявлено. Что касается влияния инфляции на мультипликатор «цена/прибыль» и показатель «акционерная доходность», то здесь прослеживается слабая статистическая зависимость: только 25 % вариации рыночного мультипликатора «цена/прибыль» и 14 % вариации показателя «акционерная доходность» объясняются вариацией данного фактора, а 75 % и 86 % соответственно действием других факторов, не включенных в данную модель.

Выводы

Результаты проведенного анализа показывают, что:

- внутренние характеристики компаний выступают более значимым фактором создания акционерной стоимости по сравнению с показателями макроэкономической конъюнктуры;
- характеристики структуры собственников капитала компаний выступают факторами создания акционерной стоимости. Изменение стратегии развития и структуры собственности оказывает существенное влияние на деятельность российских компаний. Наличие иностранного акционера в структуре акционерного капитала положительно влияет на создание акционерной стоимости, и, напротив - наличие государства в структуре капитала негативно влияет на акционерную доходность компаний;
- доходность активов и размер компании положительно влияют на создание акционерной стоимости и акционерной доходности компаний;
- такие факторы создания стоимости как финансовый леверидж и нематериальные активы негативно влияют на процесс относительной оценки рыночной стоимости компании и ее акционерной доходности.
- инвестиционная активность в инновационное развитие имеет большое значение в относительной оценке стоимости компании рынком и акционерной доходности. Инновационное развитие компаний – это основа повышения эффективности их деятельности. Инвестируя в инновации компании инвестируют в будущее своего бизнеса – в повышение надежности и безопасности операционной деятельности, в развитие отраслевой базы, в повышение конкурентоспособности и создание возможностей для выхода на новые рынки.

Список литературы:

1. Rappaport A. Creating Shareholder Value. A Guide for Managers and Investors. The Free press. The Division of Simon and Shuster Inc. New York. 1998. URL <http://books.simonandschuster.com/Creating-Shareholder-Value/Alfred-Rappaport/9780684844107>. (дата обращения: 23.05.2015)
2. Rappaport A. Ten ways to create Shareholder Value // Harvard Business Review. September 2006 Issue URL <https://hbr.org/2006/09/ten-ways-to-create-shareholder-value>. (дата обращения: 23.05.2015)
3. Vasilescu Laura Giurcă. New approaches on shareholders' value of a firm. С.662-665. URL <http://steconomiceuoradea.ro/anale/volume/2007/v2-finances-accounting-and-banks/150.pdf>. (дата обращения: 23.05.2015)
4. Kleidon, A. Variance Bounds Tests and Stock Price Valuation Models// Journal of Political Economy, Vol. 94, No. 5 (Oct., 1986). URL <http://www.jstor.org/stable/1833189>. (дата обращения: 23.05.2015)

5. John H. Hall Dissecting EVA: The Value Drivers Determining the Shareholder Value of Industrial Companies SSRN. С.1-21. URL http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=304196 или <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.304196> March 15, 2002. (дата обращения: 23.05.2015)
6. Pandey, I. What Drives Shareholder Value, Asian Academy of Management// Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance, 2005. №1. С.105-120. URL <http://web.usm.my/journal/aamjaf/vol1/1-6.pdf/>. 105-120 p. (дата обращения: 23.05.2015)
7. La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. Investor Protection and Corporate Valuation// Journal of Finance, 2006. №57 URL <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1540-6261.00457/full>. (дата обращения: 24.05.2015)
8. Henri Servaes, Ane Tamayo The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness // Management Science. Vol. 59, No. 5, May 2013.С. 1045–1061 <http://dx.doi.org/10.1287/mnsc.1120.1630> URL <http://faculty.london.edu/hservaes/ms2013.pdf>. (дата обращения: 28.05.2015)
9. Ивашковская И.В. Кукина Е.Б. Детерминанты экономической прибыли российских компаний // Корпоративные финансы, 2009. №4. С.18-33. URL http://cfjournal.hse.ru/data/2010/12/31/1208184423/ivashkovskay_kukina_18_33.pdf. (дата обращения: 28.05.2015)
10. Ивашковская И.В.Стейкхолдерский подход к управлению, ориентированному на приращение стоимости компании // Корпоративные финансы, 2012. №1. С.14-23. URL http://cfjournal.hse.ru/data/2012/05/22/1253936367/cfj_21_14_23_ivashkovskaya_.pdf. (дата обращения: 28.05.2015).
11. Чиркова Е.В., Мороз И.В., Дранев Ю.Я. Влияние конфликта акционеров на рыночную стоимость компании (на примере ОАО «Вымпелком») // Корпоративные финансы. 2014. №4. С.79-96. URL [http://cfjournal.hse.ru/2014--4%20\(32\)/139142385.html](http://cfjournal.hse.ru/2014--4%20(32)/139142385.html). (дата обращения: 28.05.2015)
12. Байбурина Э.Р., Гребцова Е.Г. Сравнение силы взаимосвязи экономической прибыли и рыночной стоимости акций//Корпоративные финансы. 2012. № 4. С.113-129. URL [http://cfjournal.hse.ru/2012--4%20\(24\)/74147942.html](http://cfjournal.hse.ru/2012--4%20(24)/74147942.html). (дата обращения: 24.05.2015)
13. Ankudinov, A.B., Safina, L.A. Investment in Innovations as Value Driver: Review of Empirical Studies and Analysis of Impact on Value Creation in Emerging Markets// International Journal of Humanities and Social Science. 2011. № 5. С. 48-52. URL <http://www.ijhssnet.com/journals/Vol.1.No.5;May.2011/6.pdf>. (дата обращения: 28.05.2015)
14. Косорукова И.В. Методологические проблемы оценки стоимости бизнеса: теория и практика: Монография. СинергияПРЕСС", 2012. 199 с. // СПС КонсультантПлюс
15. Старинская Г. Дискуссия о НДПИ стоила нефтяникам больше \$6 млрд капитализации // Ведомости. 24.09.2015 URL <http://www.vedomosti.ru/business/articles/2015/09/24/610092-neftyanie-kompanii-poteryali-kapitalizatsii>. (дата обращения: 24.09.2015)
16. Котырло Е.С. Эконометрика: уч. пос. Сыктывкар. 2005.194 с.
17. Анкудинов А.Б., Лебедев О.В. Детерминанты создания стоимости российскими компаниями // Корпоративные финансы. №2. 2014. С.32-47. С.32-47. URL [http://cfjournal.hse.ru/2014--1%20\(29\)/118758560.html](http://cfjournal.hse.ru/2014--1%20(29)/118758560.html). (дата обращения: 24.05.2015)

18. Финансы России: Статистический сборник. Москва : Федеральная служба государственной статистики, 2014. 357 с.
19. Финансы России: Статистический сборник. Москва : Федеральная служба государственной статистики, 2010. 468 с.
20. Финансы России: Статистический сборник. Москва : Федеральная служба государственной статистики, 2008. 453 с.
21. Финансы России: Статистический сборник. Москва: Федеральная служба государственной статистики, 2004. 424 с.
22. Индексы голубых фишек. Московская биржа, 2015 URL: <http://moex.com/ru/index/rtsstd> (дата обращения: 01.06.2015).

References:

1. Rappaport A. Creating Shareholder Value. A Guide for Managers and Investors. *The Free press. The Division of Simon and Shuster Inc. New York*, 1998. Available at: <http://books.simonandschuster.com/Creating-Shareholder-Value/Alfred-Rappaport/9780684844107>. (accessed 23.05.2015)
2. Rappaport A. Ten ways to create Shareholder Value. *Harvard Business Review*, 2006, no. 9. Available at: <https://hbr.org/2006/09/ten-ways-to-create-shareholder-value>. (accessed 23.05.2015)
3. Vasilescu Laura Giurcă. New approaches on shareholders' value of a firm, 2007, vol. 2, pp. 662-665. Available at: <http://steconomiceuoradea.ro/anale/volume/2007/v2-finances-accounting-and-banks/150.pdf>. (accessed 23.05.2015)
4. Kleidon, A. Variance Bounds Tests and Stock Price Valuation Models. *Journal of Political Economy*, 1986, vol. 94, no. 5 (Oct.). Available at: <http://www.jstor.org/stable/1833189>. (accessed 23.05.2015)
5. John H. Hall Dissecting EVA: The Value Drivers Determining the Shareholder Value of Industrial Companies. *SSRN*, 2002, March 15, pp. 1-21. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=304196. (accessed 23.05.2015)
6. Pandey, I. What Drives Shareholder Value, Asian Academy of Management. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 2005, no.1, pp.105-120. Available at: <http://web.usm.my/journal/aamjaf/vol1/1-6.pdf>. (accessed 23.05.2015)
7. La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance*, 2006, no.57. Available at: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1540-6261.00457/full>. (accessed 24.05.2015)
8. Henri Servaes, Ane Tamayo. The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness. *Management Science*, 2013, vol. 59, no. 5, pp. 1045–1061. Available at: <http://faculty.london.edu/hservaes/ms2013.pdf>. (accessed 28.05.2015)
9. Ivashkovskaja I.V. Kukina E.B. Determinanty jekonomicheskoy pribyli rossijskih kompanij [The determinants of economics return of Russian companies]. *Corporate Finance*, 2009, no.4, pp.18-33. Available at: http://cfjournal.hse.ru/data/2010/12/31/1208184423/ivashkovskay_kukina_18_33.pdf. (accessed 28.05.2015)
10. Ivashkovskaja I.V. Steikholderskii podhod k upravleniu, orientirovannome na prirashenie stoimosti kompanii [Steykholdersky management approach, better to base oneself on the increment value of

- the company]. *Corporate Finance*, 2012, no. 1, pp. 14-23. Available at: http://cfjournal.hse.ru/data/2012/05/22/1253936367/cfj_21_14_23_ivashkovskaya_.pdf. (accessed 28.05.2015)
11. Chirkova E.V., Moroz I.V., Dranev Ju.Ja. Vlijanie konflikta akcionerov na rynochnuju stoimost' kompanii (na primere OAO «Vypelkom») [The impact of the conflict of shareholders the market value of the company (an example of "VimpelCom")]. *Corporate Finance*, 2014, no. 4, pp. 79-96. Available at: [http://cfjournal.hse.ru/2014--4%20\(32\)/139142385.html](http://cfjournal.hse.ru/2014--4%20(32)/139142385.html). (accessed 28.05.2015)
 12. Bajburina Je.R., Grebcova E.G. Sravnenie sily vzaimosvjazi jekonomicheskoj pribyli i rynochnoj stoimosti akcij [Comparison of power relationships of economic profit and shareholder value]. *Corporate Finance*, 2011, no. 4, pp.113-129. Available at: [http://cfjournal.hse.ru/2012--4%20\(24\)/74147942.html](http://cfjournal.hse.ru/2012--4%20(24)/74147942.html). (accessed 24.05.2015)
 13. Ankudinov, A.B., Safina, L.A. Investment in Innovations as Value Driver: Review of Empirical Studies and Analysis of Impact on Value Creation in Emerging Markets. *International Journal of Humanities and Social Science*, 2011, no. 5, pp.48-52. Available at: <http://www.ijhssnet.com/journals/Vol. 1 No. 5; May 2011/6.pdf>. (accessed 28.05.2015)
 14. Kosorukova I.V. *Metodologicheskie problemy ocenki stoimosti biznesa: teorija i praktika* [Methodological problems of business valuation theory and practice] Moscow, "SinergijaPRESS" Publ., 2012. 199 p. Available at: SPS Konsul'tantPljus
 15. Starinskaja G. Diskussija o NDPI stoila neftjanikam bol'she \$6 mlrd kapitalizacii [The discussion about Starinskaya MET cost oil companies more than \$ 6 billion capitalization]. *Vedomosti*, 2015, September, 24. Available at: <http://www.vedomosti.ru/business/articles/2015/09/24/610092-neftyanie-kompanii-poteryali-kapitalizatsii>. (accessed 24.09.2015)
 16. Kotyrlo E.S. *Jekonometrika* [Econometrics] Syktyvkar, 2005.194 p.
 17. Ankudinov A.B., Lebedev O.V. Determinanty sozdaniya stoimosti rossijskimi kompanijami [The determinants of the value of Russian companies]. *Corporate Finance*, 2014, no. 2, pp.32-47. Available at: [http://cfjournal.hse.ru/2014--1%20\(29\)/118758560.html](http://cfjournal.hse.ru/2014--1%20(29)/118758560.html). (accessed 24.05.2015)
 18. *Finansy Rossii: Statisticheskij sbornik* [Finance of Russia: Statistics] Moskva : Federal'noj sluzhba gosudarstvennoj statistiki Publ., 2014. 357 p.
 19. *Finansy Rossii: Statisticheskij sbornik*. [Finance of Russia: Statistics] Moskva : Federal'naya sluzhba gosudarstvennoj statistiki Publ., 2010. 468 p.
 20. *Finansy Rossii: Statisticheskij sbornik* [Finance of Russia: Statistics] Moskva : Federal'naya sluzhba gosudarstvennoj statistiki Publ., 2008. 453 p.
 21. *Finansy Rossii: Statisticheskij sbornik* [Finance of Russia: Statistics] Moskva : Federal'naya sluzhba gosudarstvennoj statistiki Publ., 2004. 424 p.
 22. The index of blue chips. *Moscow Exchange*, 2015. Available at: <http://moex.com/ru/index/rtsstd>. (accessed 01.06.2015)