

Хувьцааны тавиас дээш хувийг эзэмшигч ба хөрөнгийн өгөөжийн хамаарал

The Relationship between Ownership Structure and Return Asset (Evidence from Mongolian Listed Companies)

А. Наранцэцэг¹, Ц. Одгарав²

Хураангуй

Энэхүү судалгаа нь Монголын Хөрөнгийн Бирж дээр бүртгэлтэй ХК-иудын 2012-2017 оны санхүүгийн тайланг ашиглан хувьцааны төвлөрөл болон хөрөнгийн өгөөжийн хоорондын хамаарлыг судлахад оршино. Монгол Улсад 1990 онд улсын үйлдвэрийн 475 газрыг хувьчлах шийдвэр гарч, 1991 онд уг шийдвэрийг хэрэгжүүлэх зорилгоор хөрөнгийн бирж байгуулагдсан. Тухайн үед хүмүүсийн санхүүгийн зах зээлийн мэдлэг сайн биш, зөвхөн мэдээлэлд ойр байсан цөөн тооны хүмүүс хувьцааг худалдан авснаар хувьцааны төвлөрөл бий болсон. Судалгааны хамааран хувьсагчаар хөрөнгийн өгөөж, үл хамааран хувьсагчаар хувьцааны төвлөрөл (гүйлгээнд байгаа хувьцааны тавиас дээш хувийг эзэмшиж байгаа нэг хувьцаа эзэмшигч), хяналтын хувьсагчаар өр төлбөр ба эздийн өмчийн харьцаа, нийт хөрөнгийг авсан болно. Судалгаагаар хөрөнгийн өгөөж болон тавиас дээш хувь эзэмшигчийн хооронд эерэг хамааралтай байна гэсэн дүгнэлт гарсан.

Түлхүүр үгс: хөрөнгийн өгөөж, тавиас дээш хувь эзэмшигч

Abstract

The purpose of this study is to examine the relationship between shareholder, who owns more than 50 percent and earnings management of listed Mongolian firms in 2012-2017. In 1990, the decision to privatize 475 state enterprises was made. To implement the decision, the Mongolian Stock Exchange was established in 1991. At the time, people's knowledge bought stocks so share became concentrated. The dependent variable is a return on assets, the independent variable is stock concentration over 50% and controlling variables are debt and equity ratio, total assets and joint stock companies. Results show that there is a positive correlation between return on assets and shareholders with over 50% of stocks.

Keywords: return of assets, shareholder who owns more than 50 percent

¹ Мандах Их Сургууль, НББ-ийн тэнхим, Ph.D, МНБ
E-мэйл: narantsetseg@mandakh.mn

² Мандах Их Сургууль, НББ-ийн тэнхим, МНБ
E-мэйл: odko@mandakh.mn

Оршил

Энэхүү судалгааны ажлаараа Монголын Хөрөнгийн Бирж (МХБ) бирж дээр бүртгэлтэй ХК-иудын тавиас дээш хувийг эзэмшиж байгаа хувьцаа эзэмшигчид болон хөрөнгийн өгөөжийн хооронд хамаарал байгаа эсэхийг судлахыг зорилоо. Манай улсын хувьд хувьцааны төвлөрлийн талаар хийгдсэн судалгаа харьцангуй ховор юм. Энэ судалгаандаа 50 хувиас дээш хувьцаа эзэмшигч бүхий хувьцаат компаниудыг сонгон авч, 2012-2017 оны тайлангийн мэдээг ашиглан, хөрөнгийн өгөөж болон том хувьцаа эзэмшигчдийн эзэмшлийн хувь хэмжээний хоорондын хамаарлыг тогтоосноороо онцлог юм.

Хувьцаа эзэмшигчдийн төрөл нь байгууллагын удирдлага болон компанийн гүйцэтгэлд харилцан адилгүй нөлөөлдөг болохыг олон судлаачид судалсан байна (Morck *et al.*, 1988). АНУ болон Их Британийн томоохон компаниуд дээр хийгдсэн судалгаа, тухайлбал, цөөн тооны том хувьцаа эзэмшигч эсвэл багцын хөрөнгө оруулагч байх эсэх нь компанийн гүйцэтгэлд нөлөөлдөг байж болох юм (Roe, 1993) гэжээ. Жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн тоо нь том хувьцаа эзэмшигчдийн тоотой харьцуулахад харьцангуй их байдаг хэдий ч ихэнх орнуудад жижиг хөрөнгө оруулагчдын эрхийг хамгаалах хууль эрх зүйн орчин сул, компанийн үйл ажиллагаанд саналаа өгөх эрх нь хязгаарлагдмал байгаа нь томоохон хувьцаа эзэмшигчдийн оролцоо компанийн гүйцэтгэлд илүү чухал үүрэгтэйг харуулж байна (La Porta *et al.*, 1998).

Европын 12 орны 435 компанийн гүйцэтгэл болон хувьцаа эзэмшигчдийн төрөл (мэргэжлийн хөрөнгө оруулагч, гадаадын хөрөнгө оруулагч, төр эзэмших гэх мэт) хоорондын хамаарлыг судалсан судалгааны үр дүнд томоохон хувьцаа эзэмшигч нь банк бус санхүүгийн байгууллага байвал компанийн үнэ цэнэд илүү сайн нөлөө үзүүлж байна. Харин

төрийн эзэмшлийн нөлөө нь ач холбогдол багатай байсан (Thomsen & Pedersen, 2000).

Институцын хувьцаа эзэмшигчтэй компани нь гэр бүлийн эсвэл төрийн өмчит томоохон компаниудтай харьцуулбал компанийх нь үнэ цэнэ илүү өндөр байдаг. Гэр бүлийн засаглалтай компаниудын борлуулалтын өсөлт нь мэдэгдэхүйц өндөр байдаг (Thomsen & Pedersen, 2000).

Судалгааны таамаглал болон загвар

Компаний ашигт ажиллагаа болон хувьцааны төвлөрлийн хамаарлыг Berle & Means (1932) нар анх судалж эхэлсэн. Хувьцаа эзэмшигчид нь гүйцэтгэх удирдлагын түвшинд ажилладаг болон ажилладаггүй компаниудын ашигт ажиллагааг харьцуулсан судалгааны үр дүнгээр компанийн удирдлагад ажилладаггүй хувьцаа эзэмшигч бүхий компанийн ашигт ажиллагааны түвшин өндөр байсан (Cubbin & Leech, 1983). Хувьцаа эзэмшигчдийн төвлөрөл болон ашигт ажиллагааны түвшний хооронд эерэг хамаарал байна (Cubbin & Leech, 1983; Short, 1994) Хувьцаа эзэмшигчийн төвлөрөл болон компанийн хөрөнгийн өгөөж хоёр хоорондоо хамааралтай гэдгийг Европын томоохон компаниудын жишээн дээр судалсан байна (Demsetz & Lehn, 1985). Хувьцааны төвлөрөл өндөр бүхий компанийн зах зээлийн үнэ нь бусад компаниудтай харьцуулахад илүү байна (Lloyd *et al.*, 1987). Томоохон эзэмшигчид нь өөрсдийн өгөөж болон ашиг сонирхлыг хамгаалахын тулд удирдлагуудад илүү их хяналт тавьснаар компанийн гүйцэтгэлд сайнаар нөлөөлдөг (Leech & Leahy, 1991).

Компаниудын хувьд томоохон эзэмшигчдийн эзэмшиж байгаа хувьцааны хэмжээнээс хамаарч хүлээх хариуцлага болон эрсдлээрээ ялгаатай байдаг. Олон жижиг хөрөнгө оруулагчтай компанийн хувьд удирдлагын шийдвэр гаргах явц нь хүндрэлтэй байх ба өмчийн бүтцийг үр ашигтай зохион байгуулснаар шийдвэр гаргалтаас үүсэх эрсдлээс сэргийлж

чадна. Том хувьцаа эзэмшигчдийн эзэмшлийн хувь хэмжээ ба хөрөнгийн өгөөжийн хооронд эерэг хамаарал байгааг судалсан (Demsetz & Lehn, 1985).

Манай улсын хувьд хувьцааны төвлөрөлийн хэмжээ буурах тусам компанийн үйл ажиллагааны болон зах зээлийн үзүүлэлтүүд нь сайжирч хувьцаат компанийн ангилал дээшлэх хандлагатай байна. Иймд бид дараах таамаглалыг дэвшүүлж байна.

H1: Бусад бүх нөхцлүүд ижил байх нөхцөлд, тавиас дээш хувийн хувьцаа эзэмшигчид болон хөрөнгийн өгөөжийн хооронд хамаарал байна.

Судалгаанд дэвшүүлсэн таамаглалаа шалгахын тулд компанийн гүйцэтгэл болон хувьцааны төвлөрөл хоорондын хамаарлыг судалсан Demsetz & Lehn, Thomsen & Pedersen нарын загварыг ашигласан.

$$ROA = \alpha_1 + \alpha_2 OWN + \alpha_3 DEBT + \alpha_4 LnTA + \alpha_5 CLASS$$

Үүнд:

ROA - Хөрөнгийн өгөөж,

OWN - Тавиас дээш хувийн хувьцаа эзэмшигчдийн хувь,

DEBT - Өр төлбөр ба эздийн өмчийн харьцаа,

TA - Нийт хөрөнгө,

CLASS - Хувьцаат компанийн ангилал.

Судалгааны тоон өгөгдөл

2017 оны байдлаар МХБ-д 216 компани бүртгэлтэй байна. Хүснэгт 1-д үзүүлснээр хувьцаа эзэмшигчдийн мэдээлэл байхгүй 8 компани; тавиас доош хувь эзэмшигчтэй 135 компани; 100% төрийн өмчит 16; тавиас дээш хувь эзэмшдэг төрийн өмчит 4 компани; санхүү, даатгалын үйл ажиллагаа эрхэлдэг 5 компанийг түүврээс хассан болно. Үлдсэн 48 компаниас 2012-2017 оны санхүүгийн тайлангийн мэдээлэл бүрэн байгаа 19 компанийг судалгааны түүвэрт сонгосон болно (Хүснэгт 1).

Эмпирик судалгааны үр дүн

Энэ хэсэгт эмпирик судалгааны үр дүнг хэд хэдэн хүснэгтээр харуулав. Хүснэгт 2-т хувьсагчуудын тойм статистик үзүүлэлтүүдийн үр дүнг харуулсан. Судалгаанд хамрагдсан компаниудын хөрөнгийн өгөөжийн дундаж нь -0.62, хувьцааны төвлөрөл нь 64.1%-тай байна.

Хүснэгт 1. Судалгаанд хамрагдсан компаниудыг сонгосон байдал

№	Үзүүлэлт	Компанийн тоо
1	Нийт хувьцаат компани	216
2	Хувьцааны хувь хэмжээний мэдээлэл олдоогүй	(8)
3	Тавиас доош хувь эзэмшигчтэй	(135)
4	100% төрийн өмчит	(16)
5	Тавиас дээш хувь эзэмшдэг төрийн өмчит	(4)
6	Санхүү, даатгалын үйл ажиллагаа эрхэлдэг	(5)
7	Санхүүгийн мэдээлэл дутуу	(29)
8	Судалгаанд хамрагдсан компаниудын тоо	19

Эх сурвалж: www.mse.mn

Хүснэгт 2. Тодорхойлогч статистикийн үр дүн

	Түүврийн тоо	Дундаж утга	Медиан	Стандарт хазайлт	Хамгийн бага утга	Хамгийн их утга
ROA	114	-0.062	0.001	0.315	-2.182	0.345
Own	114	0.641	0.561	0.140	0.510	0.975
Debt	114	0.196	0.320	4.416	-32.122	15.236
LN-TA	114	14.919	15.044	2.468	9.462	22.596
Class	114	2.526	3	0.501	2	3

Эх сурвалж: Судлаачийн тооцоолол

Хүснэгт 3-т судалгаанд хамаарагдаж байгаа хувьсагчуудын хоорондын хамаарлыг Персоны корреляцийн коэффициентээр харуулав. Хөрөнгийн өгөөж нь тавиас дээш хувийн хувьцаа эзэмшигчдийн хувь хэмжээ (OWN), өр төлбөр ба эздийн өмчийн харьцаа (DEBT) болон нийт хөрөнгөтэй (TA) эерэг хамааралтай байна. Үл хамаарах хувьсагчуудын хооронд мультиколлинеар шинж байхгүй байна.

Хүснэгт 3. Корреляцийн шинжилгээний үр дүн

	ROA	OWN	Debt	TA
Own	0.206			
Debt	0.120	0.288		
TA	0.188	0.079	0.168	
Class	-0.057	0.088	-0.142	-0.394

Эх сурвалж: Судлаачийн тооцоолол

Хүснэгт 4-т хөрөнгийн өгөөж болон 50 хувиас дээш хувьцаа эзэмшигчдийн хувь хэмжээний хамаарлыг судалсан регрессийн шинжилгээний үр дүнг харуулав. Хамаарлыг судалж буй үзүүлэлтүүд (ROA, OWN)-ийн хувьд 10%-ийн статистик ач холбогдлын түвшинд эерэг хамааралтай ба бусад үзүүлэлт (DEBT, TA) нь хөрөнгө оруулалтын өгөөж (ROA)-тэй эерэг хамааралтай боловч статистик ач холбогдолгүй байна.

Хүснэгт 4. Судалгааны үр дүн

	Coefficients	t-Stat	P-value
Intercept	-0.638	-2.058	0.041
OWN	0.407	1.860	0.065
DEBT	0.002	0.406	0.684
TA	0.021	1.641	0.103
CLASS	-0.001	-0.023	0.981
Adjusted R ² = 0.039			
Significance F = 0.076			
Observations = 114			

Эх сурвалж: Судлаачийн тооцоолол

Дүгнэлт

Энэ судалгааны зорилго нь хөрөнгө оруулалтын өгөөж болон тавиас дээш хувь эзэмшигчдийн хооронд хамаарал байгаа эсэхийг судлахад оршино. Судалгаагаар хөрөнгийн өгөөж болон тавиас дээш хувьцаа эзэмшигчийн хооронд эерэг хамаарал байгааг гаргаж ирлээ. Хөрөнгийн өгөөж нь компанийн цэвэр ашгаас хамаардаг. Цэвэр ашгийн түвшин нэмэгдэх тусам тухайн компанийн үйл ажиллагаа тогтмол хэвийн явагдаж хувьцаа эзэмшигчдэд өгөх ногдол ашиг өсөх, компанийн хувьцааны үнэ өсөх зэрэг эерэг хандлага ажиглагдаж болно.

Энэхүү судалгаанд дараах хязгаарлалтууд байсан. Үүнд:

- Судалгааны зорилгоос хамааран зөвхөн тавиас дээш хувь эзэмшигчтэй компаниудыг хамруулсан,
- Судалгаанд хяналтын цөөн хувьсагчийг авсан,
- Санхүүгийн тайлангийн он тус бүрийн мэдээлэл нь хомс байсан.

Ашигласан материал

- Berle, A. A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New Jersey: Transaction Publisher.
- Cubbin, J., & Leech, D. (1983). The Effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control in British Companies: Theory and Measurement. *The Economic Journal*, 93(370), 351-369.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Leech, D., & Leahy, J. (1991). Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies. *The Economic Journal*, 101(409), 1418-1437.
- Lloyd, W. P., Modani, N. K., & Hand, J. H. (1987). The Effect of the Degree of Ownership Control on Firm Diversification, Market Value, and Merger Activity. *Journal of Business Research*, 15(4), 303-312.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(Jan.-Mar.), 293-315.
- Roe, M. J. (1993). Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan and the United States. *Yale Law Journal*, 102(8), 1927-2003.
- Short, H. (1994). Ownership, Control, Financial Structure and the Performance of Firms. *Journal of Economic Surveys*, 8(3), 203-249.
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European companies. *Strategic Management*, 21(6), 689-705.