Бойко, Владимир Викторович. Выявление фундаментальных факторов недооценки стоимости российских эмитентов при публичных размещениях акций : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Бойко Владимир Викторович; [Место защиты: Нац. исслед. ун-т "Высш. шк. экономики"].- Москва, 2011.- 148 с.: ил. РГБ ОД, 61 11-8/2890

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Значимость существования в современной экономике эффективно функционирующего рынка ценных бумаг с большим количеством высоколиквидных инструментов создаёт предпосылки для более глубокого изучения российского фондового рынка, в особенности сегмента публичных размещений акций, как одного из наиболее популярных и эффективных источников финансирования компаний.

В течение последних десятилетий исследователи изучают проблему эффективного публичного размещения компаний на фондовых биржах по всему миру и пытаются разрешить так называемый феномен недооценки акций по итогам первого дня торгов на вторичном рынке. Наиболее популярным показателем эффективности проведения публичного размещения акций является недооценка размещаемых акций, под которой понимается *процентіая разница меэнду ценой первичного предлоэтния акций и ценой закриття первого дня торгов на вторичном рынке.*

Существующие теории недооценки, такие как теории асимметрии информации, институциональные теории, представляют собой логичное, однако эмпирически не подтверждающееся объяснение недооценки российских компаний. Недавние исследования показывают, что перспективным подходом к проблеме изучения недооценки является расширение периода времени, за который наблюдается недооценка. Тем не менее, существенных результатов, позволяющих говорить о конкретном механизме формирования недооценки, достигнуто не было. Вопрос о том, какие главные факторы влияют на недооценку, остаётся открытым для российской науки.

В связи с этим в экономической литературе уделяется существенное внимание вопросу поиска новых факторов, оказывающих влияние на недооценку компаний при публичных размещениях. Поскольку российские компании увеличивают активность на рынке акционерного капитала, то

возрастает необходимо иметь понимание о том, какие факторы и в какой степени должны учитываться участниками процесса публичного размещения при определении цены акций размещаемой компании. Для этого требуется выявить фундаментальные факторы и оценить их влияние на недооценку стоимости российских эмитентов.

В диссертационной работе решается научная проблема идентификации и классификации фундаментальных факторов, оказывающих влияние на недооценку российских компаний при публичных размещениях на основе анализа существующих теорий недооценки и статистических методов выявления зависимости между переменными.

**Степень разработанности темы исследования.**В отечественной и особенно в зарубежной литературе подробно освящены вопросы, касающиеся объяснения доходности в первый день торгов на вторичном рынке у компаний, осуществляющих первичное размещение на бирже. Существенный вклад в изучение недооценки при первичных размещениях внесли труды ученых и специалистов в области рынка ценных бумаг и корпоративных финансов (Р. Брейли, С. Майерса, А. Дамодарана, Ю. Бригхема, Л. Гапенски, Г. Марковица, Г. Арнольда, Р. Пайка. Б. Нила, Ф. Модильяни, У. Шарпа, Н. Рубини, П. Кругмана), первичных размещений акций (Д. Драхо, Ф. Липман, Р. Чечиль, Г. Грегориу, Р. Клибург, Д. Аркебаер, Р. Шультц, П. Шультеис). Изучению общей теории российского рынка ценных бумаг были посвящены работы отечественных авторов (Н.И. Берзона, Я. М. Миркина, Б.Б. Рубцова). Фундаментальные вопросы, относящиеся к проблеме недооценки акций при первичных публичных размещениях, рассматривались в трудах Д. Риттера, И. Уэлша, С. Женга, А. Льюнквиста, Т. Луграна, К. Рока, Р. Ибботсона, Л. Бенвениста, Ф. Деррьена, А. Пурнанандама, А. Сваминатана. Среди российских учёных, изучающих российский фондовый рынок можно выделить следующих авторов: А. Лукашова, А. Могина, В. Балашова, В. Ирикова, С. Иванова, Г. Марголита, С. Гвардина, И. Ивашковской.

Отмечая вклад вышеперечисленных авторов в изучение российского рынка ценных бумаг, автор вынужден констатировать ограниченную специализированную направленность имеющихся по данной проблематике работ. В значительной части работ исследуются исключительно методы и техники оценки компаний на рынке ценных бумаг. В большинстве источников отсутствует всеобъемлющий анализ рассматриваемых проблем, что и обусловило стремление автора применить комплексный подход к изучаемой теме.

Углубленное изучение экономического раздела теории фундаментального анализа показывает необходимость в расширении и углублении знаний в отношении изучения экономических процессов на финансовых рынках и в формализации постулатов теории оценки компаний во время публичных размещений. Поэтому недостаточная степень разработанности указанной научной задачи, с точки зрения российской специфики, с одной стороны, и научно-практическая значимость ее решения, с другой стороны, определили выбор темы диссертационного исследования, цель и задачи по ее достижению, объект и предмет исследования.

**Объектом исследования**является российский рынок публичных размещений акций.

**Предметом исследования**являются экономические отношения, возникающие между эмитентами и инвесторами в процессе публичного размещения акций.

**Цель научного исследования**- разработать научно обоснованный инструментарий, позволяющий участникам рынка ценных бумаг оценивать эффективность публичного размещения акций российских эмитентов.

Для достижения поставленной цели были сформулированы следующие *задачи.*

1) на основе анализа теоретических подходов к исследованию недооценки при публичных размещениях охарактеризовать степень изученности

вопроса применительно к российской специфике и выявить множество факторов недооценки для выделения однородных групп факторов;

1. сгруппировать факторы по общим однородным признакам и предложить классификацию фундаментальных факторов недооценки стоимости компаний при публичных размещениях акций для российского рынка ценных бумаг;
2. эмпирически проанализировать и доказать влияние фундаментальных факторов на недооценку, для этого разработать модель оценки влияния выявленных фундаментальных факторов на недооценку и обосновать её статистическую значимость;
3. с учётом эмпирического анализа факторов недооценки предложить классификацию факторов недооценки стоимости российских эмитентов при публичных размещениях акций;
4. выработать рекомендации основным участникам процесса публичного размещения акций, эмитентам и инвесторам, по повышению эффективности проведения публичного размещения и инвестированию средств в размещаемые акции.

**Теоретическая и методологическая основа. Методы**

**исследования.**Теоретическую основу исследования составляют научные труды зарубежных и отечественных авторов, посвященные анализу тенденций развития и повышения эффективности первичных размещений на российских и международных рынках капитала, аналитические обзоры российских и зарубежных экспертов в области фондового рынка.

В качестве методологической основы исследования выступали подходы статистического и регрессионного анализа с использованием таких программных продуктов, как Microsoft Excel и Econometric Views 7.0.

**Информационная база исследования**включает в себя исторические статистические данные из информационных ресурсов ФСФР, ЦБ РФ, Росстат, РТС, ММВБ, международных информационных агентств ThomsonReuter и

Bloomberg, а также российские информационные порталы РБК, Финам, Рынок ценных бумаг. Источниками данных по ценам первичного размещения, ценам закрытия вторичных торгов для исследования служили материалы The PBN Company , Bloomberg, котировки акций и дневные цены закрытия торгов на ММВБ, РТС, NYSE, LSE, NASDAQ. Финансовые показатели компаний и мультипликаторы оценки извлекались из официально публикуемой финансовой отчётности по МСФО, а также отчётов брокеров (Алор, ВТБ Капитал, Открытие, Тройка Диалог, Ренессанс Капитал, Финам, J.P. Morgan).

**Хронологически рамки исследования**охватывают 90-е годы XX века (с 1996 года) и первое десятилетие XXI века (по май 2011 года).

**Научная новизна исследования**заключается в том, что автором впервые предложен и разработан инструментарий, позволяющий выявить и оценить влияние фундаментальных факторов на недооценку стоимости компаний при публичных размещениях акций, отличительной характеристикой которого явилась авторская классификация фундаментальных факторов недооценки, построенная на основе критерия «возможность эмитента оказывать управляющие воздействия на определенную группу факторов».

К наиболее важным результатам, характеризующим научную новизну исследования, относятся следующие:

1. оценены условия возникновения недооценки стоимости российских эмитентов при публичных размещениях акций и выделена совокупность факторов, оказывающих влияние на неё;
2. предложены критерии и впервые разработана классификация фундаментальных факторов недооценки, в качестве отличительной черты которой стало разделение факторов на две основные группы (внешние и внутренние) в зависимости от возможности влияния эмитента на изучаемые факторы;

The PBN Company, Пионеры IPO, Выпуск 1, 2, 3, 4 Обзор и анализ всех ІРО из России и стран СНГ.The PBN Company, 2009

1. на основе построения классической линейной регрессии разработана и статистически обоснована модель зависимости недооценки стоимости российских эмитентов от фундаментальных факторов, которая в отличие от существующих моделей учитывает как внешние, так и внутренние факторы, позволяющие оценить эффективность публичного размещения акций;
2. с помощью разработанной модели выявлены главные факторы, оказывающие наибольшее влияние на величину недооценки акций российских эмитентов при публичных размещениях акций: темп роста ВВП, отношение чистого долга к прибыли до выплаты процентов, налогов и амортизации, цена размещения по отношению к середине ценового диапазона;
3. установлено, что такой фактор, как динамика фондового рынка перед публичным размещением, не оказывает значимого влияния на недооценку стоимости компаний при публичном размещении акций.

**Теоретическая и практическая значимость исследования.**Представленный в настоящей работе инструментарий расширяет теоретические и методологические вопросы оценки рыночной стоимости акций российского эмитента и предлагает новые подходы к решению проблемы повышения эффективности привлечения средств российскими предприятиями на международных финансовых рынках.

Данный инструментарий включает 12 факторов недооценки стоимости компаний и позволяет оценить эффективность публичного размещения акций на бирже. Разработанная классификация фундаментальных факторов недооценки компаний и предложенная модель оценки влияния факторов на недооценку могут выступать аналитическим инструментарием для эмитентов в процессе подготовки и реализации стратегии публичного размещения; для инвесторов в процессе управления портфелями акций российских предприятий; для инвестиционных компаний, консультирующих эмитентов в процессе

подготовки и реализации публичного размещения. Представленный комплекс теоретических и практических методов может быть внедрён в деятельность инвестиционных компаний для повышения качества предоставления услуг на финансовых рынках.

Разработанная классификация факторов недооценки стоимости компаний открывает широкие возможности по использованию предложенных в работе идей к анализу рынков публичных размещений в странах с развивающейся экономикой. Предложенный инструментарий и полученные результаты могут быть использованы в последующих научных исследованиях, посвященных изучению функционирования финансовых рынков. Дальнейшее развитие знаний в области недооценки стоимости компаний при публичных размещениях позволит лучше понять процессы и мотивы, которыми руководствуются эмитенты и инвесторы на фондовом рынке, определить причины невысокой недооценки на российском рынке, выявить дополнительные значимые факторы.

**Апробация и применение результатов диссертационного исследования.**Основные результаты диссертации опубликованы в 5 научных трудах автора, общим объёмом 2,3 п.л., из них 1,1 п.л. в ведущих рецензируемых научных журналах, рекомендованных ВАК Министерства образования и науки РФ, а также докладывались на следующих конференциях в г. Москве:

1. 7-ая международная конференция «Государственное управление в 21 веке: традиции и инновации», МГУ им. М. В. Ломоносова, Факультет государственного управления, Москва, 2009;
2. IV Международная научная конференция «Инновационное развитие и экономический рост», Российский университет дружбы народов, Москва, 2008;
3. 4-ая Ежегодная Межвузовская Научная Конференция "Финансовый рынок России. Теория и практика развития", МГИМО, Москва, 2007.

Отдельные положения диссертации: теоретические предпосылки, классификация факторов, построенные модели были использованы в аналитических материалах для развития бизнеса московского представительства японского инвестиционного банка Daiwa Securities SMBC Europe Ltd., в подготовке аналитических отчётов и маркетинговых материалов для клиентов ЗАО «Инвестиционная компания «ФИНАМ» в рамках оказания услуг по инвестированию средств в ценные бумаги российских эмитентов, осуществляющих процедуру публичного размещения акций. Фундаментальные факторы, выявленные в ходе диссертационного исследования, учитывались руководством компании ЗАО «НПФ АГРОСТРОИ» при формировании стратегии привлечения дополнительного финансирования посредством публичного размещения долевых ценных бумаг.