Лисица, Максим Иванович. Портфельный подход при формировании структуры капитала компании: теория и методология : диссертация ... доктора экономических наук : 08.00.10 / Лисица Максим Иванович; [Место защиты: Иван. гос. хим.-технол. ун-т].- Иваново, 2007.- 390 с.: ил. РГБ ОД, 71 09-8/150

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.** В современной финансовой теории капитал рассматривается, с одной стороны, как источник финансирования компании, а с другой – как совокупность финансовых активов. При этом исследование вопроса о влиянии структуры источников на стоимость фирмы, реализуемое в рамках теории структуры капитала, рассматривается изолированно от действий инвесторов и их предпочтений, реализуемых, соответственно, при покупке ценных бумаг посредством тех или иных портфельных подходов и стратегий. Однако этому имеется объяснение. Практически все концепции, разработанные в рамках теории портфеля, опираются на ряд противоречивых и нереалистичных предпосылок. Причем некоторые, например, гипотеза о возможности совершения безрисковых инвестиций и однородность ожиданий рыночных субъектов, носят фундаментальный характер и не позволяют дать окончательный положительный ответ на вопрос о состоятельности портфельных стратегий. Эти же противоречия лежат и в основе теории структуры капитала, вот почему до сих пор не удалось исследовать структуру источников компании с позиций портфельного подхода.

Укажем, что большинство работ по теории структуры капитала зашли в тупик при ответе на вопрос о влиянии структуры источников на рыночную стоимость фирмы. Причиной является игнорирование целого ряда релевантных факторов, обсуждаемых в теории портфеля и влияющих на рыночную оценку облигаций и обыкновенных акций, следовательно, на рыночную оценку компании как эмитента ценных бумаг. Однако преодолеть рассогласованность теории структуры капитала с портфельной теорией не представляется возможным без устранения противоречий последней.

В этом контексте является актуальной разработка и применение портфельного подхода при формировании структуры капитала фирмы на основе непротиворечивого инструментария и с учетом факторов, ранее не рассматривавшихся в исследовательском арсенале.

**Состояние научной разработанности проблемы.** Развитие методологии эффективного инвестирования в ценные бумаги и поиска приемлемой структуры источников компании идет условно в трех направлениях.

Во-первых, формирование активных стратегий и инструментальных средств управления вложениями в фондовые активы. Данное направление опирается на технический анализ биржевого фондового рынка, статистический анализ динамических рядов, нейросетевое моделирование, эволюцию финансовых индексов. Техническому анализу посвящены труды Ч. Доу, Э. Джонса, Ч. Бергштрассера, Д. Мерфи, Т. Демарка и др. Отметим Л. Башелье, который пришел к заключению о невозможности точного прогнозирования курсов ценных бумаг на биржевых рынках. Обозначенный вывод, наряду с Л. Башелье, практически являющемуся по данному вопросу оппонентом разработчиков технического анализа, подтверждают авторы и разработчики гипотезы об информационно эффективном рынке капитала Ю. Фама, М. Блюм, Л. Фишер, М. Йенсен, Н. Сейхун, Д. Галай, Р. Рэдклиф и др. Статистическому анализу посвящены труды И. Фишера, С.А. Айвазяна, В.П. Боровикова, Н.Ш. Кремера и др. Если принять логику Л. Башелье и его сторонников, то биржевые процессы не позволяют строить тренды, возможность получения которых рассматривают авторы и разработчики статистического анализа. Данный вопрос относится к числу эмпирических, что указывает на случайный характер биржевых процессов. Нейросетевому моделированию посвящены труды Ф. Розенблатта, Д. Хопфилда, И.В. Заенцева и др., отличающиеся особой оригинальностью сочетания формализованных и экспертных методов прогнозирования биржевых процессов на основе «обучения» интеллектуальной сети. Однако с позиций гипотезы об информационной эффективности нейросеть не способна опередить момент корректировки рыночных курсов. Это подтверждается многочисленными исследованиями событий, т.е. интеллектуальная сеть, учитывающая значительный объем факторов, практически позволяет получить лишь ретропрогнозы, являясь в этом смысле слабо востребованным, по крайней мере, на эффективных рынках инструментом. Эволюция финансовых индексов, чему посвящены труды Е. Элтона, Я. Моссина, Я.М. Миркина и др. Представленные специалисты рассматривают вопрос о том, как влияет на совокупную рыночную оценку акций, чем и является индекс, включение или исключение из него ценных бумаг, классифицированных по видам деятельности. Рекомендации, вытекающие из концепции эволюции, о формировании портфелей, структурно повторяющих фондовые индексы, оказались не более и не менее успешными по сравнению с рекомендациями технического и статистического анализа, а также нейросетей.

Во-вторых, исследования в рамках теории портфельных инвестиций. Прежде всего, это анализ финансового инвестиционного риска в результате объединения ценных бумаг, которому посвящены труды Г. Марковица, Д. Тобина, У. Шарпа, М.И. Ломакина и др. Представленными авторами исследуется эффект устранения риска на равновесном фондовом рынке при допущении устойчивого характера происходящих на нем процессов формирования доходности ценных бумаг. Однако это несколько противоречит реальному состоянию биржевых рынков. Другим направлением является моделирование компенсирующего риск показателя требуемой нормы прибыли и динамическое управление финансовым инвестиционным портфелем, чему посвящены труды Р. Ролла, У. Шарпа, Я. Моссина, Д. Линтнера, Р. Леви, Д. Хиршлифера, А. Робина, Д. Голденберга, Р. Шакла, Е. Фамы, К. Френча, С. Росса, Е. Бобниса, Д. Бауэра, Р. Бауэра, Д. Лога, М. Блюма, В.Н. Едроновой, А.А. Первозванского, Т.Н. Первозванской и др. В работах перечисленных специалистов отмечается недостаток первоначальной теории портфеля, ориентирующейся лишь на устранение риска. Авторы и разработчики концепции динамического управления указывают, как должно приниматься решение о включении ценной бумаги в портфель. При этом все они используют нереалистичную гипотезу о возможности осуществления безрисковых инвестиций, что выносит модели в область дискуссии о состоятельности.

В-третьих, изучение порядка привлечения и влияния структуры источников финансирования на рыночную оценку фирмы. Это широко представленная область исследования, наибольший вклад в которую внесли Ф. Модильяни, М. Миллер, С. Майерс, Г. Дональдсон, Н. Майлуф, С. Росс, К. Рок, И. Уэлш, опирающиеся на ряд нереалистичных допущений, и отчасти игнорирующие действие законов спроса и предложения, а также финансовый инвестиционный риск. В результате, обозначенные авторы получили не аппроксимирующие с практикой финансирования компаний модели и рекомендации. Отметим также работы отечественных специалистов П.В. Конюховского, Л.Н. Павловой и др., которые рассматривают процесс управления источниками с менеджерских позиций, на основе имитационного моделирования, причем вне биржевого фондового рынка, что вызывает сложности при оценке рыночной стоимости фирмы. Наконец, С. Пайпер, У. Уэйхольд, С. Хокман, Д. Какс, М. Бен-Хорим, О. Паймон и другие считают невозможной организацию эмпирического исследования структуры капитала.

Итак, при достаточно большом объеме научной литературы, посвященной различным аспектам поставленной проблемы, остаются неизученными вопросы формирования эффективного портфеля ценных бумаг и структуры источников компании на информационно эффективном и неравновесном рынке капитала, не позволяющем осуществлять безрисковые операции.

**Гипотеза исследования.** Если естественным состоянием биржевого фондового рынка является отсутствие равновесия, то с позиции маржинального инвестора финансовый результат деятельности на рынке случаен, кроме того, не существует возможности совершать безрисковые инвестиции, значит, имеются основания для пересмотра и усовершенствования не учитывающих обозначенные факты теорий портфеля и структуры капитала.

**Цель и задачи исследования.** Целью работы является обоснование новых элементов и теоретических положений по селекции и включению ценных бумаг в портфель, а также объяснение порядка формирования структуры источников фирмы на основе методологии портфельного подхода.

Достижение заявленной цели предполагает постановку и решение задач, отражающих логику и содержание диссертации:

1. Определение границ исследования, что требует детализации научной проблемы в контексте эволюции неоклассической теории финансов и выявления междисциплинарных связей с финансовым менеджментом как прикладным научным направлением.
2. Исследование разработанности и проблем модели оценки доходности финансовых активов, что прежде всего предполагает введение концепции идеального рынка капитала. Затем необходимо теоретическое обоснование гипотезы об информационной эффективности биржевых фондовых рынков и случайного характера доходности. Далее требуется формализация риска и доходности как ключевых параметров ценных бумаг, а также обсуждение фундаментальных принципов и недостатков портфельной теории. Наконец, необходимо раскрытие методологических основ и формализация ценовой модели фондового рынка с последующим критическим анализом ее свойств.
3. Разработка модифицированной модели оценки доходности финансовых активов за счет игнорирования гипотезы о безрисковых инвестициях и критический анализ точечных оценок доходности.
4. Экспериментальная проверка целостности концепции и статистической значимости модернизированной ценовой модели фондового рынка.
5. Разработка концепции интервальной теории портфеля, что прежде всего требует изложения методологической основы прогнозирования, а затем ее приложения к расчету прогнозных пороговых значений ожидаемой доходности ценных бумаг на информационно эффективном рынке капитала.
6. Экспертиза достоверности, точности и обоснованности рекомендаций по селекции финансовых активов.
7. Исследование теории структуры капитала, ее проблем и состоятельности методологической основы, что предполагает изложение и обсуждение ряда концепций, моделей и теорий. Во-первых, модели дисконтированного денежного потока в качестве инструмента оценки текущей стоимости компании как совокупности эмитированных ею облигаций и обыкновенных акций. Во-вторых, концепции искажения текущей стоимости фирмы под воздействием асимметричной информации. В-третьих, взаимосвязи структуры источников и рыночной оценки компании с позиций агентской теории. В-четвертых, состава, логики привлечения и инструментов оценки расходов на обслуживание источников финансирования. В-пятых, моделей структуры капитала и результатов их эмпирических исследований.
8. Разработка общей компромиссной концепции теории структуры капитала на основе идей традиционной модели и портфельного подхода, реализованного в модернизированной ценовой модели фондового рынка.
9. Экспериментальная проверка моделей и рекомендаций компромиссной концепции, анализ и интерпретация результатов.

**Объект и предмет исследования.** В качестве объекта в диссертации выступает взаимосвязь капитала как источника финансирования фирмы и как совокупности финансовых активов, соответственно, предмета – закономерности формирования портфеля ценных бумаг и структуры капитала компании.

**Теоретическая и методологическая основа исследования.** Работа базируется на фундаментальных положениях экономической теории и неоклассической теории финансов, концепции полезности, на системном использовании многоаспектных знаний в изучаемой сфере, изложенных в трудах отечественных и зарубежных ученых.

Диссертация опирается на диалектический способ познания, обеспечивающий комплексный и объективный характер исследования. В работе применяются методы логического, финансово-инвестиционного и сравнительного анализа, дифференциального исчисления, математической и общей теории статистики, теории геометрических пропорций и алгебраических уравнений, методология прогнозирования и прикладных социологических исследований, поведенческий подход, а также использован принцип обращения к общественной практике как к критерию истины.

**Информационную базу исследования** составляют публикации в научных изданиях, материалы обсуждений и конференций, монографические и диссертационные работы, нормативно-правовая, справочная и учебно-методическая литература, статистические данные, а также сведения, полученные через глобальную компьютерную сеть Internet.

**Научная новизна исследования** заключается в разработке и научном обосновании концепций теории портфеля и теории структуры капитала, ориентированных на интересы маржинальных инвесторов, действующих на неравновесных и не позволяющих совершать безрисковые операции биржевых фондовых рынках.

В диссертации получен ряд результатов, конкретизирующих научную новизну исследования:

1. Разработана модифицированная модель оценки доходности финансовых активов, ориентированная на отсутствие безрисковых инвестиций. Модифицированная модель, в отличие от классической, доказывает, что доходность линейно компенсирует риск даже при отсутствии безрисковой ставки и вне зависимости от направленности колебаний доходности ценных бумаг, объединяемых в портфель. По сути, это является общим доказательством теоремы У. Шарпа (о невозможности существования «впадин» на эффективном множестве), т.е. эффективные портфели локализованы строго на рыночной линии. Таким образом, можно отказаться от портфельного подхода Г. Марковица, не осуществимого на практике, в пользу идеи, точно реализованной в модифицированной модели, что риск должен компенсироваться соответствующей ему доходностью.
2. Разработана концепция интервальной теории портфеля, которая методологически опирается на модернизированную ценовую модель фондового рынка, гипотезу о естественном неравновесном состоянии информационно эффективного рынка капитала и на идею о поиске каждым инвестором «истинной» ожидаемой доходности финансовых активов. Таким образом, именно интервальный подход объясняет парадокс о стабильности ожидаемой доходности, сформированной как средняя оценка в результате не существующих однородных ожиданий, при растущем финансовом инвестиционном риске ценных бумаг. Отметим, что равновесная теория портфеля (Г. Марковица и У. Шарпа), ориентированная на однородность ожиданий инвесторов, не способна объяснить данный парадокс.
3. Указано на необходимость внесения изменений в исходные положения сигнальной концепции (М. Миллера и К. Рока), объясняющей причины колебания стоимости акций. Во-первых, на исключение носящих дискуссионный характер решений по дивидендной политике и психологических аспектов оценки акций. Во-вторых, на включение в концепцию доминирующей роли эмитента, а не маржинальных инвесторов при влиянии на спрос и предложение акций, соответственно, на их курсовую стоимость.
4. Дополнена системная модель М. Миллера (оценки рыночной стоимости фирмы как совокупности находящихся в обращении обыкновенных акций и облигаций) моделями оценки требуемой доходности обыкновенных акций и средневзвешенной стоимости привлечения капитала. Разработанные модели доказывают иррелевантность для миноритарных акционеров фактора налогообложения процентов по облигационному займу. С позиций же поведенческого подхода это значит, что акционеры индифферентны к распределению процентных выплат, которые достаются кредиторам.
5. Разработана концепция общей компромиссной теории структуры капитала, методологически опирающаяся на идеи модернизированной ценовой модели фондового рынка и традиционного компромиссного подхода. При этом доказана релевантность фактора финансового инвестиционного риска ценных бумаг в процессе выбора компанией целевой структуры источников финансирования, что ошибочно игнорируется всеми иными подходами. Необходимость учета риска привела к формированию сценарных условий привлечения фирмой облигационного займа с учетом специфического мышления и восприятия информации миноритарными акционерами, при этом дано объяснение (о чем умалчивает традиционная концепция) пониманию миноритарными акционерами выгод заемного финансирования, базирующееся на феномене перелива части стоимости облигационного займа в пользу держателей обыкновенных акций. Наконец, доказана нерелевантность фактора перманентной налоговой экономии при оценке стоимости компании, что опровергает методологию (Ф. Модильяни и М. Миллера) формирования оценки фирмы на основе налогового эффекта.

**Теоретическая и практическая значимость исследования.** Теоретическая значимость работы состоит в формировании новых научных взглядов на процессы финансового инвестирования и управления источниками финансирования компании, что расширяет существующие в экономической литературе научные направления, дополняет методологический и теоретический аппарат и создает возможность дальнейшего углубленного исследования теорий портфеля и структуры капитала.

Практическая значимость работы заключается в научно аргументированных и экспериментально подтвержденных моделях и сценариях с целевой ориентацией на принятие обоснованных решений в области поиска и формирования стратегии финансового инвестирования, совершенствования системы управления портфелем ценных бумаг и привлечения источников финансирования фирмы.

**Апробация и внедрение результатов исследования.** Основные научные положения диссертации являются результатом самостоятельного исследования актуальной проблемы, изложены и обсуждены в рамках:

1. Открытого научного семинара «Риск и доходность финансовых активов» (Архангельск, 2000).
2. Международной научно-практической конференции «Человек в информационном обществе» (Архангельск, 2001).
3. Всероссийской научной конференции «Природные ресурсы северных территорий: проблемы оценки, использования и воспроизводства» (Архангельск, 2002).
4. Научно-практической конференции «Роль высшего образования в развитии малого и среднего бизнеса» (Архангельск, 2003).
5. Второй Всероссийской научно-технической конференции «Вузовская наука – региону» (Вологда, 2004).
6. Международной научно-практической конференции «Современные проблемы науки» (Архангельск, 2005).
7. Третьей межвузовской научно-практической конференции «Актуальные экономические проблемы Российской Федерации в XXI веке» (Санкт-Петербург, 2006).
8. Третьей международной научно-практической конференции «Социально-экономическая роль денег в обществе» (Санкт-Петербург, 2006).
9. Межвузовской научно-практической конференции «Актуальные проблемы теории и практики финансов и банковского дела на современном этапе» (Санкт-Петербург, 2007).
10. Международной научно-практической конференции «Проблемы развития транзитивной экономики: инновационность, устойчивость, глобализация» (Минск, 2007).
11. Второй международной научно-практической конференции «Управление инновационным развитием регионов и корпоративных структур» (Санкт-Петербург, 2007).

Отдельные теоретические положения диссертационной работы используются в учебном процессе при подготовке специалистов и магистров в области экономики и управления, а также в рамках программы Master of Business Administration в НОУ ВПО «Международный институт управления» (г. Архангельск) и НОУ ВПО «Санкт-Петербургская академия управления и экономики». Обоснованные в работе заключения и практические рекомендации одобрены и приняты к использованию в ЗАО «Биржа «Санкт-Петербург» и ОАО «Инвестстройпроект».

Непосредственно по теме диссертации опубликовано 26 работ общим объемом 41,6 у.п.л., в том числе две монографии.

**Объем и структура диссертационной работы.** Содержание изложено на 320 страницах, включая 14 таблиц, 23 рисунка и состоит из введения, шести глав, заключения, библиографического списка из 324 наименований и 27 приложений, представленных дополнительно на 70 страницах.