Осколков Иван Валерьевич. Экономико-статистический анализ стоимости собственного капитала российских компаний : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.11, 08.00.10.- Санкт-Петербург, 2000.- 131 с.: ил. РГБ ОД, 61 00-8/1749-5

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Построение активно и стабильно функционирующего рынка капитала является важным шагом в становлении развитой рыночной экономики. Особенность российского рынка капитала состоит в том, что он имеет короткую историю и инфраструктура его пока не сложилась полностью. Некоторые сегменты рынка капитала, такие как рынок внутреннего государственного долга, уже успели пережить крах. Другие, например, рынок акций приватизированных предприятий, не являются достаточно эффективными в плане выполнения своих основных предназначений: компании крайне редко размещают на рынке новые эмиссии акций, то есть рыночный способ привлечения капитала практически не работает.

Неэффективность функционирования рынка акций обусловлена несколькими причинами. В частности, заниженная рыночная капитализация большей части российских компаний при отсутствии ликвидного рынка их акций делает акционерный капитал излишне дорогим, препятствуя процессам привлечения нового капитала и, как следствие, тормозя инвестиционные процессы на предприятиях. Проблемой является и то, что на сегодняшний день нет чёткого понимания сути рыночного ценообразования на акции. Не всегда ясно, чем объясняется та или иная цена сделки с капитальным активом, что именно является цено-образующими факторами. В стройной и понятной теории цены капитала и, что весьма важно на практике, в технике её применения на российском рынке нуждаются как сторона спроса на капитал, так и сторона предложения.

В связи с этим необходим глубинный экономико-статистический анализ уже накопленной истории рынка акций как рынка собственного капитала российских компаний, который должен подготовить почву для адаптации теории стоимости капитала к российской действительности и подтвердить применимость богатого статистического аппарата к оцениванию стоимости собственного капитала.

**Цель диссертационного исследования**заключалась в оценке возможности применения для российских предприятий классических финансово-статистических моделей оценивания стоимости собственного капитала компаний как рискового актива, обращающегося на рынке капитала и имеющего ценовую ис-

4 торию. Параллельно преследовались цели апробации и анализа различных способов расчёта рыночного показателя риска акций компании — *р*- коэффициента, — а также статистической проверки следствий основных теоретических изысканий в области теории финансовых рынков и теории ценообразования на рисковые активы.

В качестве **предмета исследования**была выбрана проблема оценки стоимости акционерного капитала российских компаний на основе адаптации классических экономико-статистических моделей и методологии теории финансовых рынков к российской специфике, а также проблема построения и апробации практических механизмов расчёта показателей, отвечающих за ценообразующие факторы и проверке степени их влияния на стоимость собственного капитала.

**Объектом исследования**явились акции крупнейших компаний ведущих отраслей российской экономики. Для изучения была сформирована выборка ценных бумаг *S*(всего 109 акций), которые на протяжении периода функционирования ведущей российской торговой площадки для организованной торговли акциями — РТС — имели сколько-нибудь длительные промежутки ликвидности.

Достижение поставленной цели потребовало решения следующих задач:

изучение и анализ теоретической базы проблемы оценки стоимости собственного капитала и возможности её практического применения в условиях российского фондового рынка;

подбор и формирование совокупностей единоформатных историй торгов в Российской Торговой Системе по каждой исследуемой ценной бумаге в соответствии с целями исследования— для расчёта показателей риска акций;

экономический анализ и сравнение различных статистических методик расчёта рыночных показателей риска акций и их ожидаемых доходностей;

экономико-статистический анализ выполнения логики премирования риска для различных групп компаний — по отраслям и уровню ликвидности акций, а также в целом по полной выборке;

формирование выводов относительно границ применимости классической теоретической концепции «риск - доходность» на российском рынке акций;

анализ соответствия фактической динамики структуры акционерного капитала российских компаний концепциям подхода «риск - доходность»;

эмпирический анализ данных по проблеме агентских затрат и их влияния на капитализацию российских компаний.

Методологическую базу исследования составили труды зарубежных авторов, некоторые из которых удостоились Нобелевской премии по экономике: Black F. (Ф. Блэк), Fama Е. (Ю. Фама), French К. (К. Френч), Lintner J. (Д. Линтнер), Mathur I. (И. Мазур), Miller М. (М. Миллер), Modigliani F. (Ф. Модильяни), Myers S. (С. Майерс), Sharpe W. (У. Шарп), Sundaram S. (С. Сандарам), Petengill G. (Г. Петенджилл).

Информационную основу диссертационного исследования составили материалы информационных агентств АК&М, Прайм-ТАСС, РосБизнесКонсалтинг, статистические данные Российской Торговой Системы, а также финансовые данные, предоставленные компаниями, ценные бумаги которых рассматривались в работе.

**Научная новизна исследования**состоит в следующем:

В работе предложены и впервые апробированы на полной истории торгов в Российской Торговой Системе методы расчёта основного показателя систематического риска акции — /? - коэффициента.

Впервые в явном виде описана последовательная техника работы с подходом «риск - доходность», а также определены границы применимости подхода сточки зрения сегментации российского рынка акций и периодизации его накопленной истории.

Понятие *«стоимости собственного капитала компании»,*взятое из корпоративных финансов впервые наполнено статистическим смыслом применительно к российскому рынку акций.

Впервые в отечественной практике предпринята попытка объяснить сточки зрения классических теоретических концепций парадоксальное поведение цен привилегированных акций российских компаний, относительно убывающих со временем.

Впервые на примере изучения последствий агентских затрат сделана попытка найти ответ на вопрос о неэффективности российского рынка акций в плане выполнения функции привлечения капитала в реальный сектор. Вывод, полученный путём эмпирических сопоставлений, указывает на макроэкономические последствия агентских затрат, заключающиеся в ослаблении

инвестиционной привлекательности российской экономики в результате реализации причинно-следственной цепи «агентские затраты — низкая рыночная капитализация — высокая требуемая доходность инвесторов — инвестиционная неперспективность бизнеса».

**Практическая ценность**работы охватывает несколько основных направлений. Во-первых, создан методологический инструментарий для применения теоретических конструкций в рамках подхода «риск - доходность». Апробированные реализации классических моделей во многих случаях позволяют оценивать рыночную стоимость собственного капитала российских компаний, проблема вычисления которой всякий раз встаёт при оценивании фундаментальной ценности компании на основе модели дисконтированных денежных потоков. Во-вторых, выявленные в работе статистические закономерности для ценных бумаг многих компаний позволяют делать выводы относительно степени подверженности рыночных доходностей акций влиянию различных факторов.

**Апробация результатов исследования.**Основные идеи и выводы работы прошли апробацию на Научной сессии профессорско-преподавательского состава, научных сотрудников и аспирантов по итогам НИР 1997г. в Санкт-Петербургском государственном университете экономики и финансов (СПбГУ-ЭФ), на всероссийской конференции «Возрождение и перспективы роста экономики современной России» (СПбГУЭФ, 1999 г.), на научной конференции «Финансы и политика корпораций» (Санкт-Петербургский государственный университет, 1999 г.). Теоретические выводы и практические рекомендации, явившиеся результатом диссертационного исследования, вошли в учебные курсы «Аналитические методы прогнозирования на рынке ценных бумаг», «Практикум по финансовому менеджменту», «Конъюнктура финансовых рынков», читаемые в Санкт-Петербургском государственном университете и Европейском университете в Санкт-Петербурге.

Результаты исследования применяются в регулярной практике информационно-аналитического отдела инвестиционной компании «Энергокапитал» (Санкт-Петербург) — в оценочной деятельности и среднесрочном и долгосрочном анализе фондового рынка.

**Структура диссертации.**Диссертация состоит из введения, трех глав и заключения с выводами и практическими реко-

7  
мендациями. Библиография содержит источника литерату  
ры, в том числе иностранных. Работа изложена на

страницах машинописного текста, включает рисунков и

таблиц.