

## Как оценить премию за размер российской публичной компании

*Шепелева Антонина Андреевна*

*Молодой ученый*

*Московский государственный университет имени М.В.Ломоносова,*

*экономический факультет, Москва, Россия*

*e-mail: [antonina-shep@rambler.ru](mailto:antonina-shep@rambler.ru)*

Проблема оценки риска компании, связанного с размером компании, с масштабом ее бизнеса, в настоящие дни начинает приобретать актуальность. Исследование сфокусировано на **размере компании**, а точнее – на оценке ее **премии за размер**, которая является не чем иным, как оценкой рисков, связанных с масштабом бизнеса компании. Провести это исследование побудили сомнения относительно правомерности использования при оценке стоимости российских компаний премий за размер на основе статистики американского рынка.

На протяжении последних двадцати лет исследователи, среди которых в первую очередь необходимо упомянуть Фаму и Френча[1], указывали на необходимость учета дополнительных факторов риска в величине доходности на собственный капитал компании. Риски, связанные с размером компании, оказались одними из подобных факторов. Согласно известным западным исследователям, среди которых в первую очередь стоит упомянуть Гордон (Gordon)[2], Грабовски (Grabowski), Кинга (King)[3], Бенца (Banz)[4], а также аналитиков американских компаний Ibbotson Associates и Duff&Phelps, размер компании и, так называемый, *эффект размера* (заключается в том, что как правило доходности небольших по размеру компаний более высокие, чем у крупных компаний), существенным образом влияет на стоимость бизнеса компаний.

По мере развития теории и практики корпоративных финансов в России, вопрос учета размера компании в финансовых показателях становится просто необходимым. Причина отсутствия исследований в этой области - либо «привычка копировать» результаты аналитиков с развитых рынков, либо ограниченная историческая информация по еще молодому российскому рынку капитала. Однако по мере развития и укрупнения российского рынка капитала становится очевидным, что для российского рынка, относящегося к группе развивающихся экономик, копирование напрямую результатов исследований западных коллег развитых рынков (в частности, величин премий за размер компаний) не применимо. Тем самым, необходимость определить величину премии за размер именно для российских компаний, а также понять, какие критерии являются критериями размера для российского рынка, очевидны.

Используя логарифмическое уравнение связи отобранных показателей компаний и доходности их акций, выявлены критерии размера российских компаний на основе анализа годовых показателей компаний с 2006 по 2010 годы:

$$Y = a + b_1 * \ln(\text{Market Value of Common Equity}) + b_2 * \ln(\text{Book Value of Common Equity}) + b_3 * \ln(\text{EBITDA}) + b_4 * \ln(\text{Revenue}) + b_5 * \ln(\text{Net Income}) + b_6 * \ln(\text{Total Assets}) + b_7 * \ln(\text{Fixed Net Assets}) + b_8 * \ln(\text{Net Working Capital}) + b_9 * \ln(\text{Total Debt}) + b_{10} * \ln(\text{Invested Capital}) + b_{11} * \ln(\text{Employees})$$

где Y – это фактическая доходность ценных бумаг (акций) анализируемых компаний.

Критериями размера российских компаний с точки зрения значимости показателей в модели оказались следующие показатели:

- Критерий «балансовая стоимость акционерного капитала» (1 критерий)
- Критерий «число сотрудников компании» (2 критерий)
- Критерий «рыночная стоимость акционерного капитала» (3 критерий)

На Схеме представлен *алгоритм*, предлагаемый для оценки премии за размер *российских компаний*. Данный алгоритм применяется для расчета премии за размер в каждом конкретном году.

*Схема. Алгоритм оценки премий за размер российских компаний*

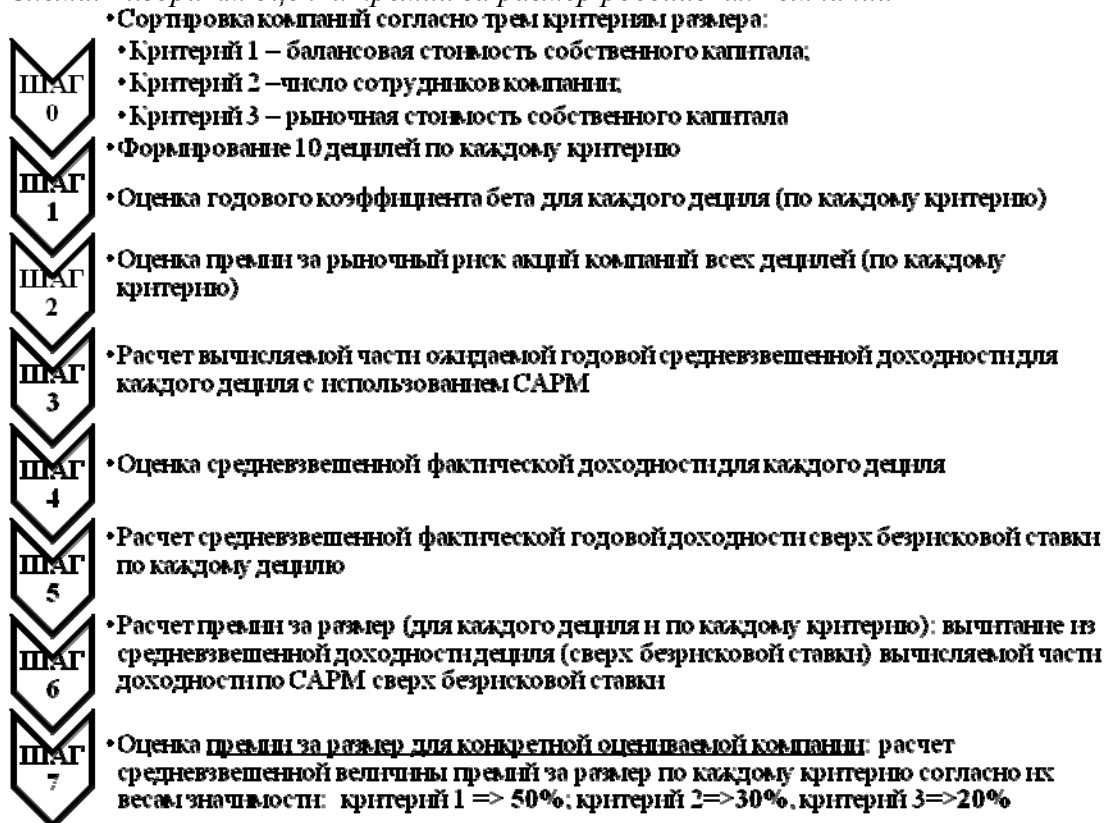
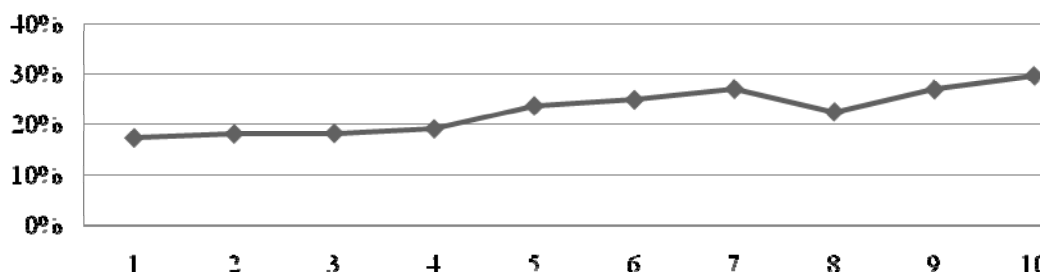


График 1. Премии за размер российских компаний для десяти децилей



Безусловно, различные факторы риска в анализируемый нестабильный период должны были внести свои коррективы в результате оценки премий за размер. Использование предлагаемого алгоритма на российском рынке капитала в более стабильный период, очевидно, будет давать меньшие величины премий (однако относительно американского рынка, премии за размер будут, безусловно, выше для российских компаний). В будущем планируется протестировать алгоритм несколько раз на более гладких отрезках времени, чтобы, возможно, модифицировать его для применения, как в кризисный, так и в некризисный период.

#### Литература

1. Fama and French, Dividend Yields and Expected Stock Returns, Journal of Financial Economics, October 1988
2. Gordon M., The Investment, Financing and Valuation of the Corporation, Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1962, pp. 81-82, 195
3. Grabowski R., King D., Equity Risk Premium, The Handbook of Business Valuation and Intellectual Property Analysis, McGraw-Hill, 2004
4. Banz R., The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks, Journal of Financial Economics 9 (1981), pp. 3-18