

Интернет-журнал «Наукovedение» ISSN 2223-5167 <http://naukovedenie.ru/>

Том 8, №5 (2016) <http://naukovedenie.ru/index.php?p=vol8-5>

URL статьи: <http://naukovedenie.ru/PDF/14EVN516.pdf>

Статья опубликована 19.09.2016.

**Ссылка для цитирования этой статьи:**

Тишко Р.В. Анализ факторов рыночной капитализации российских публичных компаний в посткризисный период // Интернет-журнал «НАУКОВЕДЕНИЕ» Том 8, №5 (2016) <http://naukovedenie.ru/PDF/14EVN516.pdf> (доступ свободный). Загл. с экрана. Яз. рус., англ.

**УДК 336.6**

**Тишко Роман Валерьевич**

ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный экономический университет», Россия, Санкт-Петербург<sup>1</sup>  
Аспирант

E-mail: [Roman.Tishko@gmail.com](mailto:Roman.Tishko@gmail.com)

РИНЦ: [http://elibrary.ru/author\\_profile.asp?id=852682](http://elibrary.ru/author_profile.asp?id=852682)

## **Анализ факторов рыночной капитализации российских публичных компаний в посткризисный период**

**Аннотация.** В рамках настоящего исследования проведен анализ взаимосвязи показателей фондового рынка, отражающих рыночную стоимость компании (рыночная капитализация), а также долю ее акций, доступных для свободной торговли на открытом рынке (Free float). Анализируемые компании представлены исключительно крупнейшими системообразующими предприятиями Российской Федерации, входящими в базу расчета индексов Московской биржи. Присутствует ли статистическая зависимость изменения уровня FF и рыночной стоимости компании? – ответ на этот вопрос представляет одну из важных задач настоящей работы.

В рамках решения поставленных задач была детально проанализирована количественная (с использованием пакета MS Excel) и качественная информация, отражающая динамику исследуемых показателей за период с 2008 по 2015 гг.

На основе анализа графической интерпретации полученных результатов сделаны соответствующие выводы по характеру и степени взаимосвязи изучаемых показателей.

Результаты исследования представляют практический интерес как для компаний, предъявляющих спрос на капитал в пределах открытого фондового рынка в части построения модели долгосрочного стратегического планирования своей деятельности, так и для инвестора, готового этот спрос удовлетворить с учетом ответных требований по уровню доходности, стабильности и качеству приобретаемых активов.

**Ключевые слова:** корпоративные финансы; фондовый рынок; рыночная капитализация; доля акций в свободном обращении; публичная компания; частный инвестор; ожидаемая доходность; доленое финансирование; экономический кризис

---

<sup>1</sup> 191023, Россия, Санкт-Петербург, улица Садовая, дом 21

## Введение

В последнее время процесс ведения бизнеса предприятиями крупнейшего, крупного, как, впрочем, и среднего бизнеса приобретает все более открытый характер. За деятельностью конкретной компании наблюдает сразу целый ряд контрагентов: от покупателей и поставщиков до финансовых организаций и государства.

Внешний контроль над ведением бизнеса многократно увеличивается с того момента, когда компания приобретает статус публичного общества и начинает выстраивать отношения на открытом рынке долевого финансирования. При этом в любой экономической сделке действует закон спроса и предложения, рынок капитала не исключение. У эмитента ценных бумаг, вышедшего на открытый рынок, в параметрах спроса будет фигурировать капитал, который необходим для финансирования текущей деятельности и для реализации различных инвестиционных проектов. Эмитент готов предложить взамен на полученный капитал долю как в текущем бизнесе, так и в будущей прибыли компании. Инвестор на открытом рынке капитала, выступая с другой стороны экономической сделки, предлагает денежные средства и предъявляет спрос на уровень доходности бизнеса, в котором приобретается доля, и перспективы роста его рыночной стоимости.

Рынок капитала, как и любой другой открытый рынок, не стоит на месте, постоянно появляются новые участники, в результате чего уровень конкуренции эмитентов ценных бумаг можно охарактеризовать как высокий. Инвесторы, со своей стороны, также скрупулезно оценивают все риски и выгоды от приобретения ценных бумаг конкретного эмитента с целью максимизации эффективности вложенных средств. Таким образом, имея долгосрочную стратегию долевого финансирования, эмитент должен в качестве основополагающей цели своей деятельности выбрать максимизацию рыночной стоимости, что, в свою очередь, будет значительным конкурентным преимуществом в глазах инвесторов – поставщиков капитала.

## Практическая и расчетная части

В рамках данной статьи были поставлены задачи: определить влияние показателя открытого рынка капитала – Free Float (далее FF) на значение рыночной стоимости эмитента, рассмотреть их взаимосвязь и ответить на следующие вопросы: присутствует ли статистическая зависимость изменения уровня FF и рыночной стоимости компании; имеются ли отраслевые особенности данного влияния и какое влияние оказывают внешние макроэкономические и политические глобальные события на исследуемые показатели.

Для исследования были выбраны компании, входящие в базу расчета индекса Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ), – крупнейшие, системообразующие предприятия, представляющие основные отрасли хозяйства и большую часть экономики РФ [10].

В базу расчета были включены 36 эмитентов, акции которых в течение последних 8 лет котировались на бирже и включались в основной индекс или в индекс второго эшелона. За период анализа около половины компаний улучшили показатели своей деятельности, что позволило из менее значимых котировальных списков войти в список первого уровня. Из расчета были исключены финансовые организации и компании, по которым статистические данные для анализа были доступны менее чем за три следующих друг за другом месяца (например, МосБиржа, ТМК, Полиметалл). Такая корректировка была произведена для возможности проведения последующего сравнительного анализа результатов настоящего исследования взаимосвязи рыночной капитализации и показателя FF с исследованиями по данному вопросу, произведенными и опубликованными автором ранее [13].

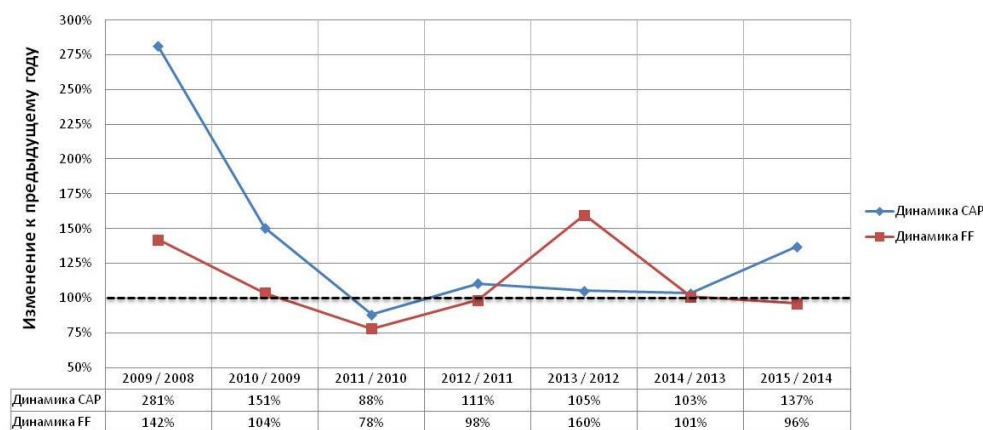
Результирующим показателем эффективности деятельности организации был выбран показатель рыночной капитализации компании, рассчитанный как произведение количества обыкновенных акций и их стоимости (без учета привилегированных акций). Данный показатель характеризует выгоды, которые несут все собственники бизнеса от владения им, т.е. максимизация показателя является основной целью деятельности компании.

В качестве исследуемого (переменного) фактора был выбран показатель FF, который показывает долю акций, находящихся в свободном обращении, т.е. доступных для покупки / продажи на открытом рынке для любого инвестора. Значение показателя FF акций определенной компании имеет ценность в первую очередь с точки зрения ценообразования и стоимости конкретной ценной бумаги на фондовом рынке. Чем ниже значение показателя FF, тем более ограничено количество ценных бумаг конкретного эмитента для свободной торговли со стороны частных инвесторов, и, следовательно, ликвидность таких ценных бумаг на фондовом рынке будет низкой. Низкий уровень FF также может стать затрудняющим фактором для активной торговли акциями, невыгодно как частным инвесторам, так и спекулянтам, которые в таком случае теряют часть прибыли по причине повышения маржи брокером.

Выборка была сформирована за период 7 лет, следующих за кризисным 2008 г. Датой сбора информации, был выбран последний рабочий день Московской биржи каждого года.

Для удобства проведения расчетов и восприятия полученных результатов значения ключевых показателей FF и Рыночной капитализации по всем компаниям были приведены в относительные значения, выраженные в % к предшествующему году.

Таким образом, за период анализа восьми лет получилось семь временных отрезков (интервалов): значение показателя в 2009/2008 г.; значение показателя в 2010/2009 г. ... значение показателя в 2015/2014 г. В результате полученные значения показывают изменение не только абсолютных составляющих исследуемых параметров, но и изменение динамики (темпов) роста/снижения последних.

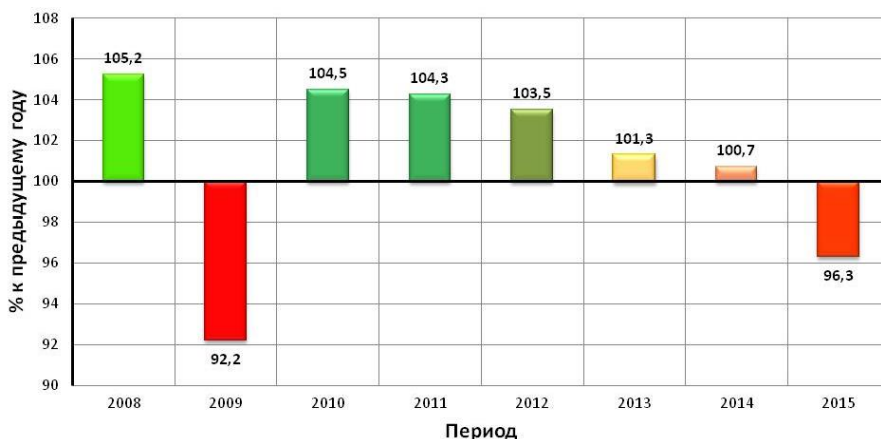


**Рисунок 1.** Соотношение темпов изменения "Капитализации" и "FF" (разработано автором)

На рисунке 1 представлены сравнительные результаты по средним значениям динамики показателей Капитализации и FF всех компаний в выборке за анализируемый период. Первое, что можно заметить при беглом просмотре графика, это относительно высокие темпы роста капитализации в 2009 и 2010 гг., что в целом характерно для этапа, когда экономика страны выходит из кризиса и планомерно начинает набирать обороты и производственные мощности. Вторым важным аспектом является значение показателя FF, которое также является положительным и относительно высоким в эти 2 года.

Однако можно заметить снижение темпов роста показателей как рыночной капитализации, так и FF в 2010 и 2009 гг.: это говорит о том, что, несмотря на рост стоимости

компаний (аналогично и FF) в отчетном по сравнению с предшествующим годом, темпы роста с каждым годом падают. Такая тенденция привела к отрицательным значениям в 2011 г., когда средняя стоимость компании снизилась на 12%, а уровень FF упал на 22% по сравнению со значениями 2010 г. Возникает вопрос: с чем же связана данная тенденция. Ответ заключается в том, что взрывной рост рыночной стоимости компаний, попавших в выборку (на 281% и 151% соответственно) в период 2009-2010 гг. обусловлен восстановлением как самой экономики России, так и ожиданий инвесторов относительно будущих выгод после кризиса, произошедшего в 2008 г. С 2011 г. началось замедление темпов развития Российской экономики, определенный этап так называемой стагнации, что наглядно подтверждается отрицательной динамикой показателя ВВП России в аналогичный период (рис. 2).



**Рисунок 2.** Динамика показателя ВВП РФ в % к предыдущему году (разработано автором на основании данных приведенных в [10])

В следующий 2012 г. темп падения показателя FF снижается и составляет -2% по отношению к 2011 г. На этом фоне рыночная стоимость анализируемых компаний, а, следовательно, и экономики в целом показывает рост на +11% относительно предыдущего 2011 г., темп которого постепенно сокращается (+5% в 2013 г. и + 3% в 2014 г.). Принимая во внимание стагнационный характер развития экономики страны в 2011-2012 гг., (следующих после бурного роста в посткризисные 2009 – 2010 гг.), можно выделить яркий период – 2013 г., в котором компании увеличивают долю свободно торгуемых акций (+60% к 2012 г.). Примерно на этом же уровне значение показателя FF сохраняется и на протяжении последующих 2014 (+1%) и 2015 (-4%) лет. Интересно то, что, как можно увидеть из полученных результатов на графике, резкое увеличение доли свободно торгуемых акций на рынке стало своего рода катализатором для бурного роста рыночной стоимости этих компаний в 2015 г. Временной лаг в данном случае между изменением значения FF и рыночной стоимости составил 2 года. Возникает вопрос: почему результат не был виден на более коротком промежутке времени, например, полгода или год. Ответить на данный вопрос не представляется возможным во многом по причине того, что ожидания инвесторов, формирующие в большей степени рыночную стоимость той или иной компании, не поддаются точному прогнозированию. Однако, безусловно, они находятся под значительным влиянием макроэкономических и в том числе политических факторов. В 2014 г. колоссальное влияние на инвестиционную привлекательность отечественных компаний оказал целый ряд событий во главе с введением санкций со стороны Евросоюза и Соединенных Штатов в ответ на присоединение Крымского полуострова к Российской Федерации. В условиях экономических санкций был ограничен доступ Российских организаций на зарубежные рынки капитала, резко ослаб курс национальной валюты с параллельным ростом его волатильности, темп годовой инфляции значительно превысил средние значения, в связи с чем ЦБ инициировал увеличение ключевой ставки финансирования и, как следствие, выросли тарифы

на заемный капитал со стороны банков. Ограничение финансирования экономики способствовало замедлению ее роста и снижению инвестиционной привлекательности как для внутренних, так и для внешних инвесторов.

Несмотря на сложный для экономики страны период, уровень капитализации ключевых системообразующих предприятий остался в 2014 г. на том же уровне (+3% к 2013 г.). При этом уверенное преодоление на макроуровне и на организационном уровне вышеописанных барьеров в совокупности с ростом открытости эмитентов к инвесторам (рост FF в 2013 г.) позволило повысить рыночную ценность бизнеса в 2015 г. на +37% по сравнению с 2014 г. После проведенного анализа статистической информации по деятельности ключевых системообразующих компаний Российской Федерации за период с 2009 по 2015 гг. важно отметить взаимосвязь показателя рыночной стоимости компании (капитализации) и доли свободно обращающихся на рынке акций, доступных для приобретения частным инвесторам. Именно уровень капитализации на открытом рынке во многом и отражает как текущие результаты деятельности компании, так и их прогнозы на перспективный период, на основе которых и формируются ожидания инвесторов. Взаимосвязь вышеназванных показателей на всем интервале, начиная с посткризисного 2009 г. и заканчивая вторым после введения антироссийских санкций 2015 г., является положительной и характеризуется коэффициентом корреляции 0,45. Однако, если брать в расчет только посткризисный период с 2009 по 2012 гг., исключая последующие 2013 – 2015 гг. с учетом негативного макроэкономического влияния введенных антироссийских санкций и их последствий на результаты деятельности компаний и ожидания инвесторов, то взаимосвязь показателя Free Float и рыночной капитализации анализируемых компаний будет соответствовать коэффициенту корреляции 0,98, что говорит о высокой линейной взаимосвязи изучаемых показателей.

### **Результаты исследования**

По итогам проведенного исследования представляется целесообразным еще раз отметить важность полученных результатов и сформулировать основные выводы.

Во-первых, общий динамический анализ изменения темпов показателя доли свободно обращающихся на открытом рынке акций, доступных для приобретения любому инвестору (FF), и изменения темпов показателя рыночной капитализации эмитента этих акций за анализируемый период показал высокую взаимозависимость, которая выражена в значении коэффициента корреляции (0,45 за весь период и 0,98 до 2012 г.) и наглядно представлена на рисунке 1. Такой результат дает ясно понять важность построения долгосрочной и ориентированной на инвестора стратегии работы любой компании на открытом рынке, в случае, если она преследует в качестве основной цели своей деятельности не просто рост прибыли, но максимизацию своей рыночной стоимости, а значит и благосостояния всех акционеров.

Во-вторых, необходимо отметить важность учета влияния внешних экономических и политических факторов на результаты исследования при формировании итоговых выводов и суждений. В частности, колоссальное влияние на результаты всего исследования в анализируемом временном промежутке 2008 – 2015 гг. оказали такие события, как мировой финансовый кризис 2008 г., период стагнации отечественной экономики с 2011 г. и введение режима санкций в отношении Российской Федерации в связи с политическими событиями на Украине в 2014 г. Без учета влияния внешних факторов интерпретация полученных результатов приведет к некорректным и недостоверным выводам в рамках проведенного исследования.

В-третьих, полученные результаты открывают возможность проведения дальнейших детализированных исследований взаимосвязи рыночной капитализации и показателя FF, в

том числе с делением анализируемых компаний на группы с учетом выбранной эмитентом стратегии работы на открытом рынке. Углубленный анализ исследуемых показателей безусловно позволит по-новому взглянуть на их взаимосвязь и выработать определенные рекомендации по стратегии работы на открытом рынке как для эмитентов, так и для инвесторов, что в современных быстроменяющихся рыночных условиях является крайне актуальным и необходимым.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Бархатов В.И., Рюмин И.В. Особенности капитализации корпораций в условиях финансового кризиса // Вестник Челябинского государственного университета. – 2011. – №32. – С. 126-129.
2. Бубнова А.В. Особенности финансовой деятельности корпораций в процессе рыночной капитализации // Финансово-кредитные отношения в регионе: проблемы и перспективы реформирования: сб. научных работ. – Иркутск: Издательство БГУЭП, 2005. – С. 302-306.
3. Грэхем Б. Анализ ценных бумаг. пер. с англ.: монография. – М.: Издат. дом «Вильямс», 2015. – 880 с.
4. Дементьева А.Г. Гармонизация систем корпоративного управления в условиях глобализации // Менеджмент сегодня. – 2012. – №1. – С. 28-43.
5. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов: монография. – М.: Альпина Паблишерз, 2010. – 1338 с.
6. Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров: монография. – М.: ИНФРА-М, 2011. – 430 с.
7. Ивашковская И.В., Григорьева С. Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитала): монография. – М.: ИНФРА-М, 2012. – 281 с.
8. Ковалев В.В. Управление денежными потоками, прибылью и рентабельностью.: учеб. - практ. пособие. – М.: Проспект, 2015. – 336 с.
9. Когденко В.Г., Мельник М.В., Управление стоимостью компании. Ценностно-ориентированный менеджмент: монография. - М.: Юнити – Дана, 2012. – 448 с.
10. Московская биржа [Электронный ресурс]: крупнейший в России и Восточной Европе биржевой холдинг. – Электрон. дан. – М.: Московская биржа, 2011 – Режим доступа: <http://www.micex.ru/marketdata/indices/shares/composite>, свободный. – Загл. с экрана.
11. Российский статистический ежегодник. 2015: Статистический сборник / Ред. колл.: А.Е. Суринов, Э.Ф. Баранов и др. – М.: Росстат, 2015. – 728 с.
12. СПАРК [Электронный ресурс]: Система профессионального анализа рынков и компаний. - Электрон. дан. - М.: Интерфакс, 2003 - Режим доступа: <http://www.spark-interfax.ru/Front/Index.aspx>, свободный. – Загл. с экрана.
13. Тишко Р.В. Сравнительный анализ результатов долевого корпоративного финансирования в секторе российских публичных компаний // Россия в новых социально-экономических и политических реалиях: проблемы и перспективы развития. Материалы IV международной межвузовской научно-практической конференции студентов магистратуры. СПб, 22 апреля 2015 г. Часть 3. – СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2015. – С. 60-64.

**Tishko Roman Valerievich**

Saint-Petersburg state economic university, Russia, Saint-Petersburg  
E-mail: Roman.Tishko@gmail.com

## **Analysis of Russian public companies' market capitalization factors in the post-crisis period**

**Abstract.** Current study was focused on analyzes of the relationship of stock market indicators, such as market value of the company (market capitalization) and the part of company's shares that is available for free trade on the capital market (Free float). Organizations that were included into the calculations represent the largest and most valuable Russian enterprises, that are also part of the Moscow stock exchange indices computation. Is there any statistical dependence of the level of Free Float factor and the company's market value indicator? - The answer to this question is one of the most important tasks of current work.

Within the framework of solving the problems has been analyzed in detail the Quantitative (via MS Excel package) and qualitative information, that shows the variation of the examined parameters during the period from 2008 to 2015, was thoroughly analyzed to perform the task that was mentioned.

Main conclusions about the nature and extent of the relationship between the studied parameters were proposed on the base of the graph interpretation of results.

Study results contain an obvious practical interest. On the one hand for organizations that look for financing on the capital market in terms of modeling a long-term strategic plan. On the other hand for the investor who is ready to place money, taking into account requirements about expected profitability, stability and quality of the acquired assets.

**Keywords:** corporate finance; stock market; market capitalization; free – float; public company; individual investor; expected profitability; equity financing; economic crisis

## REFERENCES

1. Barkhatov V.I., Ryumin I.V. Osobennosti kapitalizatsii korporatsiy v usloviyakh finansovogo krizisa // Vestnik Chelyabinskogo gosudarstvennogo universiteta. – 2011. – №32. – С. 126-129.
2. Bubnova A.B. Osobennosti finansovoy deyatel'nosti korporatsiy v protsesse rynochnoy kapitalizatsii // Finansovo-kreditnye otnosheniya v regione: problemy i perspektivy reformirovaniya: sb. nauchnykh. rabot. – Irkutsk: Izdatel'stvo BGUEP, 2005. – S. 302-306.
3. Grekhem B. Analiz tsennykh bumag. per. s angl.: monografiya. – M.: Izdat. dom «Vil'yame», 2015. – 880 s.
4. Dement'eva A.G. Garmonizatsiya sistem korporativnogo upravleniya v usloviyakh globalizatsii // Menedzhment segodnya. – 2012. – №1. – S. 28-43.
5. Damodaran A. Investitsionnaya otsenka. Instrumenty i metody otsenki lyubykh aktivov: monografiya. – M.: Al'pina Pablisherz, 2010. – 1338 s.
6. Ivashkovskaya I.V. Modelirovanie stoimosti kompanii. Strategicheskaya otvetstvennost' sovetov direktorov: monografiya. – M.: INFRA-M, 2011. – 430 s.
7. Ivashkovskaya I.V., Grigor'eva S. Korporativnye finansovye resheniya. Empiricheskiy analiz rossiyskikh kompaniy (korporativnye finansovye resheniya na razvivayushchikhsya rynkakh kapitala): monografiya. – M.: INFRA-M, 2012. – 281 s.
8. Kovalev V.V. Upravlenie denezhnymi potokami, pribyl'yu i rentabel'nost'yu.: ucheb. - prakt. posobie. – M.: Prospekt, 2015. – 336 s.
9. Kogdenko V.G., Mel'nik M.V., Upravlenie stoimost'yu kompanii. Tsennostno-orientirovanny menedzhment: monografiya. - M.: Yuniti – Dana, 2012. – 448 s.
10. Moskovskaya birzha [Elektronnyy resurs]: krupneyshiy v Rossii i Vostochnoy Evrope birzhevoy kholding. – Elektron. dan. – M.: Moskovskaya birzha, 2011 – Rezhim dostupa: <http://www.micex.ru/marketdata/indices/shares/composite>, svobodnyy. – Zagl. s ekrana.
11. Rossiyskiy statisticheskiy ezhegodnik. 2015: Statisticheskiy sbornik / Red. koll.: A.E. Surinov, E.F. Baranov i dr. – M.: Rosstat, 2015. – 728 s.
12. SPARK [Elektronnyy resurs]: Sistema professional'nogo analiza rynkov i kompaniy. - Elektron. dan. - M.: Interfaks, 2003 - Rezhim dostupa: <http://www.spark-interfax.ru/Front/Index.aspx>, svobodnyy. – Zagl. s ekrana.
13. Tishko R.V. Sravnitel'nyy analiz rezul'tatov dolevogo korporativnogo finansirovaniya v sektore rossiyskikh publichnykh kompaniy // Rossiya v novykh sotsial'no-ekonomicheskikh i politicheskikh realiyakh: problemy i perspektivy razvitiya. Materialy IV mezhdunarodnoy mezhvuzovskoy nauchno-prakticheskoy konferentsii studentov magistratury. SPb, 22 aprelya 2015 g. Chast' 3. – SPb.: Izd-vo SPbGEU, 2015. – S. 60-64.