

Секция «Корпоративные финансы: наука, теория и практика»

Оценка стоимости собственного капитала транснациональных компаний с учетом страновых рисков

Научный руководитель – Гуров Илья Николаевич

Гончарова Влада Владимировна

Студент (магистр)

Московский государственный университет имени М.В.Ломоносова, Экономический факультет, Кафедра финансов и кредита, Москва, Россия

E-mail: vld.goncharova@gmail.com

Актуальность исследования и применимость полученных результатов

С каждым годом интерес экономических агентов к фондовому рынку только растет. Только среди частных инвесторов в 2020 году был зафиксирован рекордный прирост - более 4 млн человек [8]. Ключевые причины - снижение ставок по депозитам и развитие инвестиционных площадок на базе мобильных приложений. Наращивают инвестиции и различные предприятия ввиду разморозки нефтедобычи и роста балансовой прибыли в первом полугодии 2020 года [7].

Опытные инвесторы, строя стратегию вложения средств в активы, учитывают, что ввиду повышенного риска наибольшую доходность обеспечивают вложения в акционерный капитал компаний. Этот факт обеспечивает растущий интерес к соответствующему рынку.

На текущий момент большинство эмитентов акций являются транснациональными компаниями (ТНК), операционная деятельность которых рассредоточена на территориях ряда стран. Очевидно, что географическая диверсификация ведет к изменению профиля рисков компании, что не может не сказываться на стоимости капитала [3]. Однако на текущий момент среди исследователей не сформировалось единого мнения в отношении того, какой подход необходимо использовать при расчете доходности акционерного капитала подобных компаний.

Самой известной научной работой, в которой высказана идея о необходимости использования особого порядка для расчета доходности собственного капитала ТНК является исследование оценки стоимости собственного капитала с учетом странового риска Дамодарана. В своей работе экономист предлагает два основных подхода для учета рисков стран присутствия ТНК: взвешенный по доле выручки и взвешенный по доле прибыли [1]. Однако ни сам автор работы, ни его последователи не приводят практические аргументы в пользу хотя бы одного из них.

Результаты данного исследования могут в дальнейшем быть использованы как частными инвесторами для построения собственной портфельной стратегии, профессиональными инвесторами на фондовом рынке для принятия инвестиционных решений, так и другими исследователями для более глубокого изучения поставленного вопроса.

Результаты исследования

Согласно проведенному исследованию, учет страновых рисков при расчете стоимости капитала для компаний из совокупной выборки позволяет получить более точный прогнозный результат в сравнении с моделями local CAPM (без премии за страновой риск) и GCAPM. Кроме того, из всех рассмотренных вариаций Local CAPM с корректировкой на страновой риск наиболее точным является авторский подход, согласно которому вклад риска каждой из стран присутствия зависит от доли аллоцируемых внеоборотных активов компании. Этот вывод подтверждается для всей совокупности изученных компаний и

отдельно для двух частей выборки (для компаний, инкорпорированные на территории 1) развитых и 2) развивающихся стран).

Для второй подгруппы компаний мы также оценили точность прогнозных значений, полученных с помощью моделей Лессарда [4], Годфри-Эспинозы [2], Перейро [5] и двухфакторной CAPM [6]. Исследование показало, что для обоих периодов (2018 и 2019 года) оценка, полученная с помощью альтернативных моделей точнее, чем в случае с простой local CAPM и GCAPM, даже с учетом корректировки на страновой риск. С учетом того, что в 2018 и 2019 годах рынок двигался разнонаправленно, менялась и объясняющая способность моделей: для 2018 года точнее оказались прогнозы, полученные с помощью моделей Лессарда, Годфри-Эспинозы и Перейро, а в 2019 - в период рыночного роста - двухфакторная CAPM.

Методология исследования

В данном исследовании с помощью различных подходов были оценены доходности акций 70 транснациональных компаний, инкорпорированных на территории развитых (в нашем исследовании - США, Нидерланды, Великобритания) и развивающихся стран (в том числе, России, Тайваня, Польши, Бразилии, Мексики).

При формировании выборки мы руководствовались следующими критериями:

1. Каждая рассматриваемая в рамках исследования компания является публичной, и ее акции торгуются на одной из мировых фондовых бирж.
2. Операционная деятельность компании географически диверсифицирована и в части производства товаров/услуг, и в части их дальнейшего распределения.
3. Для рассмотрения допускались компании из всех секторов экономики, кроме финансовых институтов.
4. Финансовая отчетность ТНК допускает тот уровень детализации, благодаря которому можно оценить вклад каждой из стран присутствия в совокупный риск компании на основе доли выручки (подход, предложенный Дамодараном) [1] и доли внеоборотных активов (авторский подход).

В качестве ключевых моделей рассматривались модель local CAPM (в том числе с различными вариациями страновых корректировок) и модель global CAPM. Дополнительно для части выборки из развивающихся стран были рассмотрены альтернативные подходы: модель Лессарда [4], модель Годфри-Эспинозы [2], скорректированная модель Перейро [5] и двухфакторная модель CAPM [6].

Данное исследование проходило в 2 этапа. На первом шаге были построены регрессии фактической ежедневной доходности акций компании на ежедневную доходность интегральных рыночных индексов за 2017 год. Результатом 1 этапа стало получение расчетных значений бета-коэффициентов для каждой из используемых моделей. На 2 этапе исследования была оценена точность каждой из полученных оценок через построение регрессии на пространственных данных. Основным показателем точности модели были выбраны значения информационных критериев Акаике и Хеннана-Куина.

Список литературы

1. Damodaran A. Country Risk: Determinants, Measures and Implications - The 2020 Edition // NYU Stern School of Business, 2020.
2. Godfrey S., Espinosa R. A practical approach to calculating costs of equity for investments in emerging markets // Journal of Applied Corporate Finance, Volume 9. 1996. Issue 3. p. 80-90.
3. Jones E., Kwansa N.A., Li H. How does internationalization affect capital raising

decisions? Evidence from UK firms // Journal of Multinational Financial Management, Volumes 57-58. 2020. 100652

4. Lessard D. Incorporating country risk in the valuation of offshore projects // Journal of Applied Corporate Finance, Volume 9. 1996. Issue 3. P. 52-63.

5. Pereiro L. The Valuation of Closely-Held Companies in Latin America // Emerging Markets Review, Volume 2. 2001. Issue 4. P. 330-370.

6. Sim F., Leng G. Determinants of Sectoral Cost of Equity for an Emerging Market: The Case of Malaysian Firms // Capital Markets Review, Volume 20. 2012. P. 21-41

7. Росстат: <https://rosstat.gov.ru/>

8. Интерфакс: <https://www.interfax.ru/business/741711>

Источники и литература

1) Damodaran A. Country Risk: Determinants, Measures and Implications – The 2020 Edition // NYU Stern School of Business, 2020.

2) Godfrey S., Espinosa R. A practical approach to calculating costs of equity for investments in emerging markets // Journal of Applied Corporate Finance, Volume 9. 1996. Issue 3. p. 80-90.

3) Jones E., Kwansa N.A., Li H. How does internationalization affect capital raising decisions? Evidence from UK firms // Journal of Multinational Financial Management, Volumes 57–58. 2020. 100652

4) Lessard D. Incorporating country risk in the valuation of offshore projects // Journal of Applied Corporate Finance, Volume 9. 1996. Issue 3. P. 52-63

5) Pereiro L. The Valuation of Closely-Held Companies in Latin America // Emerging Markets Review, Volume 2. 2001. Issue 4. P. 330-370.

6) Sim F., Leng G. Determinants of Sectoral Cost of Equity for an Emerging Market: The Case of Malaysian Firms // Capital Markets Review, Volume 20. 2012. P. 21-41

7) Росстат: <https://rosstat.gov.ru>

8) Интерфакс: <https://www.interfax.ru/business/741711>