

1362751/. Портал о банковском бизнесе Банкир.ру.

6. Сухов, А. В. Управление рисками портфелей однородных ссуд: интеграция россий-

ских и международных подходов: дис. канд. экон. наук: 08.00.10 / Сухов Андрей Валерьевич. – М., 2009. – 146 с.

УДК 336.647

## ОЦЕНКА СТОИМОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА ОПТОВЫХ ГЕНЕРИРУЮЩИХ КОМПАНИЙ

*Капустин Александр Васильевич (alexander.capustin@gmail.ru)*

*ФГБОУ ВПО «Ивановский государственный энергетический университет имени В.И. Ленина»*

*Астраханцева Ирина Александровна*

*ФГБОУ ВПО «Ивановский государственный химико-технологический университет»*

Стоимость собственного капитала является одним из важнейших показателей для компании, использующей данный источник финансирования. Она способна оказывать значительное влияние на эффективность финансовой деятельности и на итоговый финансовый результат компании в целом. Оценка стоимости собственного капитала является достаточно сложным процессом, заключающимся в выборе наиболее рационального метода, позволяющего найти истинное или максимально приближенное к нему значение стоимости. Существующие при этом в мировой и отечественной практике методы и модели имеют ряд особенностей, ограничивающих их действие для отдельных компаний. В статье рассматриваются методы и модели оценки стоимости собственного капитала, применимые к оптовым генерирующим компаниям (ОГК). Приводится анализ их ключевых особенностей, оценивается возможность и рациональность применения тех или иных методов и моделей в условиях функционирования ОГК.

*Ключевые слова:* собственный капитал, акционерный капитал, акция, стоимость, оценка, оптовые генерирующие компании.

Одним из ключевых инструментов воздействия на финансовую деятельность компании и ее эффективность является стоимость собственного капитала. Особенную роль этот инструмент играет для оптовых генерирующих компаний, в структуре источников финансирования которых имеет место приоритет собственных средств. Такая структура определена, прежде всего, технологическими характеристиками ОГК и самой энергетической отрасли, которые обуславливают высокую стоимость оборудования и его обслуживания, что в свою очередь ставит необходимость привлечения значительных объемов денежных средств на длительный срок для осуществления капиталовложений в основные средства. Вместе с тем, являясь стратегической отраслью развития других отраслей и страны в целом, а также обладая высокой социальной значимостью, энергетика не должна подвергаться рискам, связанным с использованием больших объемов заемного капитала, что также определяет использование собственного капитала в качестве основного источника финансирования.

Оценка стоимости собственного капитала, прежде всего, предполагает определение наиболее рациональной методики, которая показывала бы итоговый результат с наименьшими отклонениями от истинного значения стоимости источника. Стоимость собственного капитала оптовых генерирующих компаний определяется стоимостью элементов, входящих в его состав, а прежде всего, акционерным капиталом, представленным обыкновенными акциями (привиле-

гированный акционерный капитал в составе капитала действующих ОГК отсутствует).

Для расчета стоимости обыкновенного акционерного капитала оптовых генерирующих компаний могут быть использованы различные методы и модели оценки, нашедшие применение в мировой практике: модель прогнозируемого роста дивидендов (модель М. Гордона), модель прибыли на акцию, модель оценки капитальных активов (модель CAPM), метод кумулятивного построения, модель (теория) арбитражного ценообразования (модель АРТ).

Экономический смысл модели прогнозируемого роста дивидендов (модель М. Гордона) [13] сводится к тому, что прибыль, остающаяся в распоряжении компании и использующаяся ей, может вызвать рост прибыли и дивидендов, а также стоимости инвестированного акционерами капитала в будущем, т.е. по ожиданиям акционеров дивиденды и рыночная стоимость акций будут возрастать из года в год. Тем самым, инвестор является покупателем будущего потока дивидендов, когда сумма дивидендов составляет цену акций. В конечном виде стоимость обыкновенного акционерного капитала, выраженная посредством модели М. Гордона, может быть представлена следующей формулой (1):

$$K_{Eo} = \frac{Div_1}{P_m} + g, \quad (1)$$

где  $K_{Eo}$  – стоимость обыкновенного акционерного капитала, %;

$Div_1$  – сумма ожидаемых дивидендных выплат в следующем периоде, руб.;

$P_m$  – рыночная цена обыкновенной акции, руб.;

$g$  – прогнозируемый рост дивидендов, %.

При этом модель М. Гордона имеет несколько существенных недостатков, которые ограничивают ее действие при оценке стоимости обыкновенного акционерного капитала ОГК. Во-первых, компания должна регулярно выплачивать дивиденды. Во-вторых, при заложенном в формуле прогнозируемом росте дивидендов, доля прибыли, направляемая на выплату дивидендов, должна иметь равномерный прирост. Прогнозируемый рост дивидендов можно установить на основании аналитических прогнозов, либо на основании ретроспективных данных по выплате дивидендов, однако в практике российских оптовых генерирующих компаний выплата дивидендов имеет не только неравномерные темпы прироста, но и зачастую вообще отсутствует, то есть дивиденды не выплачиваются в течение длительного периода времени. Также компании зачастую не объявляют акционерам ожидаемый размер дивидендных выплат в будущих периодах, что не позволяет точно спрогнозировать и этот параметр. Таким образом, применение модели М. Гордона к оптовым генерирующим компаниям возможно только при выплате дивидендов, но, в то же время, модель покажет условное значение стоимости обыкновенного акционерного капитала ОГК, в значительной степени зависимое от прогнозных показателей.

При невозможности прогнозирования величины будущих дивидендных выплат, их роста и при неравномерном характере для оценки обыкновенного акционерного капитала ОГК может быть использована модель прибыли на акцию. Модель исходит из того, что прибыль на акцию является величиной дохода, получаемой акционерами вне зависимости от выплат, либо реинвестирования для получения выгод в будущем. Преимуществом модели прибыли на акцию является относительно простой метод расчета и доступность необходимой для этого информации (2):

$$K_{Eo} = \frac{EPS}{P_m}, \quad (2)$$

где  $K_{Eo}$  – стоимость обыкновенного акционерного капитала, %;

$EPS$  – прибыль на одну акцию, руб.;

$P_m$  – рыночная цена обыкновенной акции, руб.

Показатель EPS, используемый в формуле 2, может быть найден следующим образом (3):

$$EPS = \frac{NI - Div_p}{N}, \quad (3)$$

где  $EPS$  – прибыль на акцию, руб.;

$NI$  – чистая прибыль, руб.;

$Div_p$  – дивиденды по привилегированным акциям, руб.;

$N$  – количество размещенных обыкновенных акций, шт.

Однако при относительной простоте расчета стоимости акций модель обладает несколькими недостатками. Во-первых, она опирается на доходность акций предшествующего периода, в то время как цена акций складывается исходя из ожиданий инвесторов будущей величины дохода. Во-вторых, публикуемые данные показателя EPS оптовых генерирующих компаний не всегда отражают достоверную рыночную стоимость акций, а колебания на рынке ценных бумаг могут существенно исказить конечный результат, что сводит применимость модели к условному сравнительному анализу стоимости акций ОГК.

Следующим методом оценки стоимости обыкновенного акционерного капитала ОГК может выступать модель оценки капитальных активов (CAPM – Capital Asset Pricing Model), разработанная У. Шарпом [16] и Дж. Литнером [14] для определения требуемого уровня доходности актива в зависимости от рынка. Модель предполагает, что инвесторы при выборе активов руководствуются двумя параметрами – доходностью и риском, поэтому стоимость обыкновенной акции складывается из безрисковой ставки и надбавки за риски, и может быть выражена как (4):

$$K_{Eo} = R_f + \beta_e \times (R_m - R_f), \quad (4)$$

где  $K_{Eo}$  – стоимость обыкновенного акционерного капитала, %;

$R_f$  – безрисковая ставка, %;

$\beta_e$  – оцененный систематический риск акций компании (определяется как коэффициент регрессии уравнения связи между доходностью конкретной акции и доходностью рынка в целом);

$R_m$  – ожидаемая рыночная доходность (является средневзвешенной ожидаемой доходностью ценных бумаг, входящих в портфель, также может быть рассчитан по доходности индекса ММВБ или РТС), %.

Также на практике может быть использована и модифицированная модель, включающая премии за риски (5):

$$K_{Eo} = R_f + \beta_e \times (R_m - R_f) + \sum_{i=1}^n R_i, \quad (5)$$

где  $K_{Eo}$  – стоимость обыкновенного акционерного капитала, %;

$R_f$  – безрисковая ставка, %;

$\beta_e$  – оцененный систематический риск акций компании;

$R_m$  – ожидаемая рыночная доходность, %;

$R_i$  – рисковые премии по различным факторам риска, %.

Для оптовых генерирующих компаний в модель могут быть включены следующие риски: страновой риск, секторальный риск, специфический риск компании и пр. Безрисковая ставка, используемая в модели, как правило, определяется по ставкам государственных ценных бумаг.

Основная проблема использования модели в практике ОГК связана со сложностью нахождения составляющих модели, а в большей степени коэффициента  $\beta$ , являющегося мерой рыночного риска. Значение коэффициента больше 1 свидетельствует о том, компания имеет больший риск, чем другие компании в среднем по рынку, значение коэффициента меньше 1 обеспечивает инвестору меньший риск относительно других компаний. Однако на практике  $\beta$  не всегда является показателем риска, что связано с проблемой оценки компаний, входящих в выборку при построении коэффициента. При этом различные аналитические данные для одних и тех же компаний зачастую показывают большой разброс значений коэффициента  $\beta$  и, как следствие, стоимости акций, рассчитанной по модели CAPM. Однако даже при достаточно точном расчете, полученное значение  $\beta$  показывает историческую, а не будущую волатильность акций, а длительный период наблюдения может отражать коэффициент, не соответствующий реальному положению компании, что обусловлено чувствительностью к изменениям характеристик рынка оцениваемой компании.

Таким образом, модель CAPM, несмотря на более развитый, в отличие от модели прогнозируемого роста дивидендов, инструментарий в силу ряда закладываемых предположений и показателей, которые могут не отражать действительности на рынке, не всегда показывает реальную или близкую к ней стоимость акций ОГК.

Альтернативой модели CAPM выступает метод кумулятивного построения, опирающийся на сходные с ней элементы, составляю-

щие цену обыкновенной акции. Расчет по методу кумулятивного построения предполагает определение безрисковой ставки и прибавление к ней надбавок за риск. Модель можно представить следующей формулой (6):

$$K_{Eo} = R_f + \sum_{i=1}^n R_i, \quad (6)$$

где  $K_{Eo}$  – стоимость обыкновенного акционерного капитала, %;

$R_f$  – безрисковая ставка, %;

$R_i$  – рисковые премии по различным факторам риска, %.

Безрисковая ставка для оптовых генерирующих компаний может быть определена аналогично ставке, применяемой в модели CAPM, в качестве рисковых премий могут быть заложены такие как: премия за страновой риск, премия за риск, связанный с эффективностью управления компанией, премия за риск, связанный с размером компании, премия за риск, связанный с низкой капитализацией компании, премия за риск, связанный со структурой капитала, премии за специфические риски компании и пр.

При этом, несмотря на то, что метод кумулятивного построения не требует расчета коэффициента  $\beta$ , как в случае с моделью CAPM, определение состава рисков и показателей рисковых премий могут вызвать сложность в их практическом нахождении. Большинство премий за риск, как правило, оцениваются экспертным путем, что не дает гарантии получения реальной стоимости акций, поэтому его применение при оценке стоимости обыкновенных акций ОГК может носить в основном сравнительный характер.

Учет рисковых премий также составляет основу модели (теории) арбитражного ценообразования (APT – Arbitrage Pricing Theory) [15], по своей сути являющейся аналогом модели CAPM. Арбитраж – получение безрисковой прибыли путем использования различных цен на одинаковые ценные бумаги или другие активы. Основное положение модели заключается в том, что доходность акции может быть рассчитана путем сложения двух основных частей: безрисковой доходности и рисковых премий по закладываемым факторам с учетом чувствительности к ним доходности актива (7):

$$K_{Eo} = R_f + \sum_{i=1}^n \beta_i \times R_i, \quad (7)$$

где  $K_{Eo}$  – стоимость обыкновенного акционерного капитала, %;

$R_f$  – безрисковая ставка, %;

$\beta_i$  – чувствительность ожидаемой доходности акции на изменение фактора риска;

$R_i$  – рискованная премия по фактору, %.

В отличие от модели оценки капитальных активов, для определения будущей доходности акции используется множество факторов риска, влияющих на ее доходность. Безрисковая ставка, как и в случае с аналогичными моделями, может быть определена по ставкам государственных ценных бумаг. Состав и количество факторов риска определяется экспертным путем и не регламентируется, однако в общем виде в модель могут быть включены следующие типы факторов: финансовые, макроэкономические, глобальные показатели, котировки валют. При этом расчет требует наличия значительного массива статистических данных компании по всем закладываемым факторам и использования сложного математического аппарата для его обработки, что ограничивает применение модели наличием необходимых ресурсов.

Стоимость остальных элементов собственного капитала оптовых генерирующих компаний (резервного капитала, добавочного капитала, нераспределенной прибыли и пр.) с определенной долей условности может быть приравнена к стоимости обыкновенного акционерного капитала. Для оценки общей стоимости собственного капитала ОГК могут быть применены подходы отечественных ученых, в частности И.А. Бланка [4], В.В. Бочарова и В.Е. Леонтьева [5], В.Н. Незамайкина и И.Л. Юрзиновой [10], которые предлагают оценивать стоимость собственного капитала следующим образом (8):

$$K_E = \frac{Div_0}{\bar{E}}, \quad (8)$$

где  $K_E$  – стоимость собственного капитала, %;

$Div_0$  – сумма выплаченных дивидендов в отчетном периоде, руб.;

$\bar{E}$  – средняя величина собственного капитала за отчетный период, руб.;

В данном случае формула представляет показатель стоимости собственного капитала как сумму дивидендов, выплаченных из чистой прибыли, приходящуюся на собственный капитал компании. Однако в случае если компания не выплачивает дивиденды, стоимость капитала согласно данному подходу будет равна нулю, то есть компания использует бесплатный

источник финансирования. В свою очередь это не отражает реальной стоимости капитала, так как невыплаченные дивиденды формируют нераспределенную прибыль. Учет нераспределенной прибыли при расчете оценки стоимости собственного капитала обоснован тем, что если бы она была выплачена в текущем периоде, то собственники могли бы инвестировать ее в любой объект и получить прибыль в виде дивидендов, которые и являлись бы стоимостью данного капитала, однако собственники предпочли инвестировать полученную прибыль в собственную компанию (увеличивая нераспределенную прибыль, либо резервный капитал), тем самым планируя получить большую прибыль в будущем, которая и будет являться стоимостью этого капитала. Таким образом, как и в случае с моделью М. Гордона, данный метод оценки стоимости собственного капитала может быть применен только для компаний, постоянно выплачивающих дивиденды, что не характерно для оптовых генерирующих компаний.

На основании проведенного анализа полученные данные можно представить в виде следующей таблицы (табл. 1).

Практическое применение данных методов и моделей на основании исходных данных бухгалтерской отчетности, котировок акций и прочей аналитической информации оптовых генерирующих компаний за 2014 год (табл. 2) представлены в таблице 4.

В качестве рыночной цены обыкновенной акции ( $P_m$ ) при расчете по модели прибыли на акции применяются среднегодовые котировки акции ОГК на Московской бирже.

В качестве безрисковой ставки ( $R_f$ ) при использовании модели CAPM и модели кумулятивного построения применяется долгосрочная среднегодовая ставка рынка ГКО-ОФЗ в 2014 году [12]. Показатель  $\beta_e$  берется по среднегодовому значению за 2014 год, представленному на официальном сайте Московской биржи [6]. Показатель ожидаемой рыночной доходности ( $R_m$ ) принимается по последнему положительному значению индекса ММВБ за последние несколько лет, и составляет 11,51% (данный показатель соответствует значению за 2011 год, в поздние периоды доходность по индексу ММВБ имеет отрицательное значение) [7].

Таблица 1

**Особенности применения моделей и методов оценки стоимости собственного капитала к оптовым генерирующим компаниям**

<i>Метод/модель</i>	<i>Особенности применения к ОГК</i>
Модель прогнозируемого роста дивидендов (модель М. Гордона)	Модель применима только для компании, регулярно и равномерно выплачивающей дивиденды
Модель прибыли на акцию	Публикуемые показатели прибыли на акцию компании не всегда являются достоверными, а колебания на рынке ценных могут существенно повлиять на конечный показатель стоимости собственного капитала
Модель оценки капитальных активов (САРМ)	Зависимость коэффициента $\beta$ от выборки компаний, участвующих при его построении, и их ретроспективных данных, не учитывающих текущие изменения рынка ценных бумаг
Метод кумулятивного построения	Оценка нескольких составляющих, входящих в модель, осуществляется при помощи экспертного метода (субъективная оценка)
Модель (теория) арбитражного ценообразования (АРТ)	Необходимость наличие массива статистических данных компании по всем закладываемым в модель факторам и использования сложного математического аппарата для их обработки
Методика оценки собственного капитала отечественных ученых	Модель применима только для компании, имеющей постоянную выплату дивидендов

Таблица 2

**Исходные данные для расчета стоимости собственного капитала оптовых генерирующих компаний за 2014 год**

<i>Метод/модель</i>	<i>Исходные данные, используемые в расчете</i>		
	<i>ОГК-2</i>	<i>ОГК-4</i>	<i>ОГК-5</i>
Модель прогнозируемого роста дивидендов (модель М. Гордона)	Отсутствие регулярных выплат дивидендов и невозможности их прогнозирования		
Модель прибыли на акцию	$NI = 5\,737$ млн руб.; $Div_p = 0$ млн руб.; $N = 105\,699\,323\,931$ шт.; $P_m = 0,2000$ руб.	$NI = 17\,505$ млн руб.; $Div_p = 0$ млн руб.; $N = 63\,048\,706\,145$ шт.; $P_m = 2,4558$ руб.	$NI = -2\,960$ млн руб.; $Div_p = 0$ млн руб.; $N = 35\,371\,898\,370$ шт.; $P_m = 0,9308$ руб.
Модель оценки капитальных активов (САРМ)	$R_f = 8,86\%$ ; $\beta_e = 1,22203$ ; $R_m = 11,51\%$ .	$R_f = 8,86\%$ ; $\beta_e = 0,32516$ ; $R_m = 11,51\%$ .	$R_f = 8,86\%$ ; $\beta_e = 0,28262$ ; $R_m = 11,51\%$ .
Метод кумулятивного построения	$R_f = 8,86\%$ ; $R_1 = 0,00\%$ ; $R_2 = 0,54\%$ ; $R_3 = 1,84\%$ .	$R_f = 8,86\%$ ; $R_1 = 1,60\%$ ; $R_2 = 0,00\%$ ; $R_3 = 0,00\%$ .	$R_f = 8,86\%$ ; $R_1 = 1,00\%$ ; $R_2 = 0,52\%$ ; $R_3 = 1,55\%$ .
Модель (теория) арбитражного ценообразования (АРТ)	Отсутствие необходимого для расчета массива статистических данных (финансовых, макроэкономических, глобальных показателей и пр.) в открытом доступе		
Методика оценки собственного капитала отечественных ученых	Отсутствие регулярных выплат дивидендов и невозможности их прогнозирования		

В методе кумулятивного построения учет странового и аналогичных ему рисков исключается, так как приводит к равнозначному увеличению стоимости акционерного капитала рас-

считываемых ОГК. В модель предлагается заложить следующие премии за риски: премия за риск влияния иностранных собственников

( $R_1$ ); премия за риск, связанный со структурой капитала ( $R_2$ ); премия за риск низкой рыночной капитализации ценных бумаг ( $R_3$ ). Для расчета величина рискованных премий принимается в интервале от 0,00% до 2,00%.

Риск влияния иностранных собственников подразумевает наличие контрольного пакета акций у иностранных собственников. Так у ОГК-2 контрольный пакет акций находится в распоряжении российских акционеров – ЗАО «Центр-энергохолдинг», контрольный пакет акций ОГК-4 (порядка 80% акций) принадлежит немецкой компании E.ON Russia Holding GmbH, владельцами же контрольного пакета акций ОГК-5 является Enel Investment Holding B.V. (порядка 50% акций). Исходя из этого, можно установить риск влияния иностранных собственников следующим образом: для ОГК-2 – 0,00%, для ОГК-4 – 1,60%, для ОГК-5 – 1,00%.

Риск, связанный со структурой капитала, отражает долю заемного капитала в инвестированном капитале ОГК. За безрисковое значение (при котором закладываемая премия за риск будет равна 0,00%) принята структура капитала при 100% использовании собственных средств. Так для ОГК-4 премия за риск, связанный со структурой капитала, исключается за счет использования только собственных источников финансирования, для ОГК-2 премия назначается в размере 0,54%, для ОГК-5 – 0,52%.

Посредством включения в модель последнего риска предлагается учесть фактор рынка ценных бумаг. В качестве ориентира по показателям рыночной капитализации компаний может выступать рейтинг FT 500, представляющий рейтинг 500 компаний мира с наибольшей рыночной капитализацией (табл. 3).

Таблица 3

**Показатели рыночной капитализации российских компаний, электроэнергетических компаний мира, входящих в рейтинг FT 500, а также оптовых генерирующих компаний**

Место в 2015	Место в 2014	Компания	Страна	Капитализация, млрд \$	Сектор
170	83	Газпром	Россия	56,57	Нефть и газ
211	240	Nextera Energy	США	46,21	Электроэнергетика
213	122	Роснефть	Россия	45,97	Нефть и газ
220	111	EDF	Франция	44,63	Электроэнергетика
243	178	Enel	Италия	42,54	Электроэнергетика
252	244	Dominion Resources	США	41,7	Электроэнергетика
258	224	Iberdrola	Испания	41,18	Электроэнергетика
265	261	Southern	США	40,29	Электроэнергетика
271	206	Лукойл	Россия	39,58	Нефть и газ
408		China Yangtze Power	Китай	28,98	Электроэнергетика
410	377	Exelon	США	28,94	Электроэнергетика
421	417	Норильский никель	Россия	28,31	Металлургия
439	449	American Electric Power	США	27,54	Электроэнергетика
441	332	Сургутнефтегаз	Россия	27,47	Нефть и газ
460		Korea Electric Power	Южная Корея	26,62	Электроэнергетика
485		PG&E	США	25,37	Электроэнергетика
Нет	Нет	ОГК-4	Россия	3,18	Электроэнергетика
Нет	Нет	ОГК-5	Россия	0,48	Электроэнергетика
Нет	Нет	ОГК-2	Россия	0,41	Электроэнергетика

Данные для рейтинга ежегодно снимаются на закрытии торгов 31 марта, капитализация – в долларах (по курсу того же дня), учитываются компании не менее чем с 15% акций в свободном обращении [11]. Так как одна из ОГК не входит в рейтинг FT 500, а сравнение ведется по трем действующим ОГК, риск низкой рыночной капитализации предлагается рассчитывать

относительно ОГК с наибольшей капитализацией – ОГК-4, для которой будет принято значение риска, равное 0,00%. Для ОГК-2 и ОГК-5 значение премии за риск низкой капитализации ценных бумаг устанавливается 1,84% и 1,55% соответственно.

Таблица 4

## Оценка стоимости собственного капитала оптовых генерирующих компаний за 2014 год

Метод/модель	Формула для расчета	Стоимость собственного капитала, %		
		ОГК-2	ОГК-4	ОГК-5
Модель прогнозируемого роста дивидендов (модель М. Гордона)	$K_{Eo} = \frac{Div_1}{P_m} + g$	Не применима в силу отсутствия регулярных выплат дивидендов и невозможности их прогнозирования		
Модель прибыли на акцию	$K_{Eo} = \frac{EPS}{P_m}$	27,14	11,31	-8,99
Модель оценки капитальных активов (САРМ)	$K_{Eo} = R_f + \beta_e \times (R_m - R_f)$	12,09	9,72	9,61
Метод кумулятивного построения	$K_{Eo} = R_f + \sum_{i=1}^n R_i$	11,25	10,46	11,94
Модель (теория) арбитражного ценообразования (АРТ)	$K_{Eo} = R_f + \sum_{i=1}^n \beta_i \times R_i$	Не применима в силу отсутствия необходимых для расчета исходных данных		
Методика оценки собственного капитала отечественных ученых	$K_E = \frac{Div_0}{E}$	Не применима в силу отсутствия регулярных выплат дивидендов и невозможности их прогнозирования		

Полученная на основании исходных данных различными методами и моделями стоимость собственного капитала ОГК показывает различные и противоречащие результаты, что, прежде всего, связано с элементами, учитываемыми в их составе. Так модель оценки капитальных активов и метод кумулятивного построения показывают близкие друг друга значения стоимости, что обусловлено схожестью элементов в их составе. Модель прибыли на акцию в случае с ОГК-5 показывает отрицательное значение стоимости собственного капитала, что не соответствует действительности – стоимость капитала не может быть отрицательна. Однако математически такое значение стоимости получено за счет отрицательного значения чистой прибыли компании в рассматриваемом периоде. Для ОГК-2 показатель стоимости собственного капитала имеет достаточно высокое значение, что, прежде всего, связано с низкой рыночной ценой акций компании. В то же время, преимуществом метода прибыли на акцию является связь с чистой прибылью компании, что видно из табл. 4.

Рассмотренные методы и модели имеют различные элементы в своем составе, определяя тем самым подходы к нахождению стоимости собственного капитала оптовых генерирующих компаний. При этом для их использования необходимо выполнение ряда условий, ограничивающих их применение. Отдельно взятые модели имеют прямую зависимость от колебаний и изменений на рынке ценных бумаг, другие – зависят от выплаты дивидендов, последние – могут быть рассчитаны только при

наличии большого массива статистических данных компании и инструмента для их обработки, а также при использовании субъективной экспертной оценки. При этом ни одна модель не может дать гарантии объективности полученных результатов. Однако, несмотря на это, большинство рассмотренных методов и моделей могут быть применены к оценке стоимости собственного капитала ОГК в зависимости от цели нахождения этой стоимости. Для оптимизации структуры капитала целесообразно использовать единый подход, позволяющий наиболее точно определить стоимость капитала, сократив при этом долю экспертной составляющей в выбранном методе. В качестве такого подхода может быть рекомендовано использование модели САРМ при условии незначительных колебаний акций компании на рынке ценных бумаг. Если же нахождение стоимости собственного капитала является целью сравнительной оценки нескольких компаний, то рекомендуется использование метода САРМ и модели прибыли на акцию, либо комбинирование нескольких методов оценки. В данном случае все компании, входящие в анализируемую выборку, будут в равных условиях зависеть от колебаний на рынке ценных бумаг, что позволит получить сравнительную характеристику стоимости собственного капитала ОГК в определенный момент времени. Таким образом, несмотря на имеющиеся недостатки, большинство рассмотренных методов и моделей могут быть применены к определению стоимости собственного капитала оптовых генерирующих

компаний в зависимости от целей и ожидаемых результатов от их применения.

### Литература

1. Акции ОГК-2 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://stocks.investfunds.ru/stocks/660/> (дата обращения 26.09.2015).
2. Акции Э.ОН Россия (ОГК-4) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://stocks.investfunds.ru/stocks/312/> (дата обращения 26.09.2015).
3. Акции ЭнеЛ Россия (ОГК-5) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://stocks.investfunds.ru/stocks/229/> (дата обращения 26.09.2015).
4. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента (серия «Библиотека финансового менеджера», вып. 3) / И.А. Бланк. – Т.1. – Киев: Ника-Центр: Эльга, 1992. – 592 с. С. 469-470.
5. Бочаров В.В., Леонтьев В.В. Корпоративные финансы, учебное пособие. / В.В. Бочаров, В.В. Леонтьев. – Изд-во: Питер, 2008. – 592 с. С. 246.
6. Бюллетени ММВБ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.micex.ru/infocenter/researches/bulletins> (дата обращения 26.09.2015).
7. Индекс ММВБ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://stocks.investfunds.ru/indicators/view/216/#beginf> (дата обращения 26.09.2015).
8. Капустин А.В., Астраханцева И.А. Критический анализ динамических теорий структуры капитала // Региональное приложение к журналу «Современные наукоемкие технологии» / Иваново. – 2014. – № 4(40). – С. 58-67.
9. Капустин А.В., Астраханцева И.А. Особенности оптимизации структуры капитала оптовых генерирующих компаний // Вопросы развития народного хозяйства Российской Федерации: межвузовский сборник научных работ студентов и аспирантов – Иваново: ИГЭУ, 2014. – Вып. X, Ч.1. С. 120-125.
10. Незамайкин В.Н., Юрзинова И.Л. Финансы организаций: менеджмент и анализ: учеб. пособие / В.Н. Незамайкин, Ю.Л. Юрзинова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Эксмо, 2005. – 512 с. С. 41.
11. Российские компании в рейтинге Financial Times по рыночной капитализации вернулись на 10 лет назад [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/economics/articles/2015/06/22/597310-rossiiskie-kompanii-v-reitinge-financial-times-po-rinocnoi-kapitalizatsii-vernulis-na-10-let-nazad#/galleries/140737492309586/normal/1> (дата обращения 26.09.2015).
12. Ставки рынка ГКО-ОФЗ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.cbr.ru/hd\\_base/Default.aspx?Prtid=gkoofz\\_mr](http://www.cbr.ru/hd_base/Default.aspx?Prtid=gkoofz_mr) (дата обращения 26.09.2015).
13. Gordon M.J., Dividends, Earnings and Stock Prices // The Review of Economics and Statistics. 1959. Vol. 41, No. 2, Part. 1. Pp. 99-105.
14. Lintner J. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets // The Review of Economics and Statistics. 1965. Vol. 47, No. 1. Pp. 13-37.
15. Ross S.A. (1976), Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing // Journal of Economic Theory. 1976. Vol. 13, No. 3. Pp. 341-360.
16. Sharpe W.F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk // The Journal of Finance. 1964. Vol. 19, No. 3. Pp. 425-442.